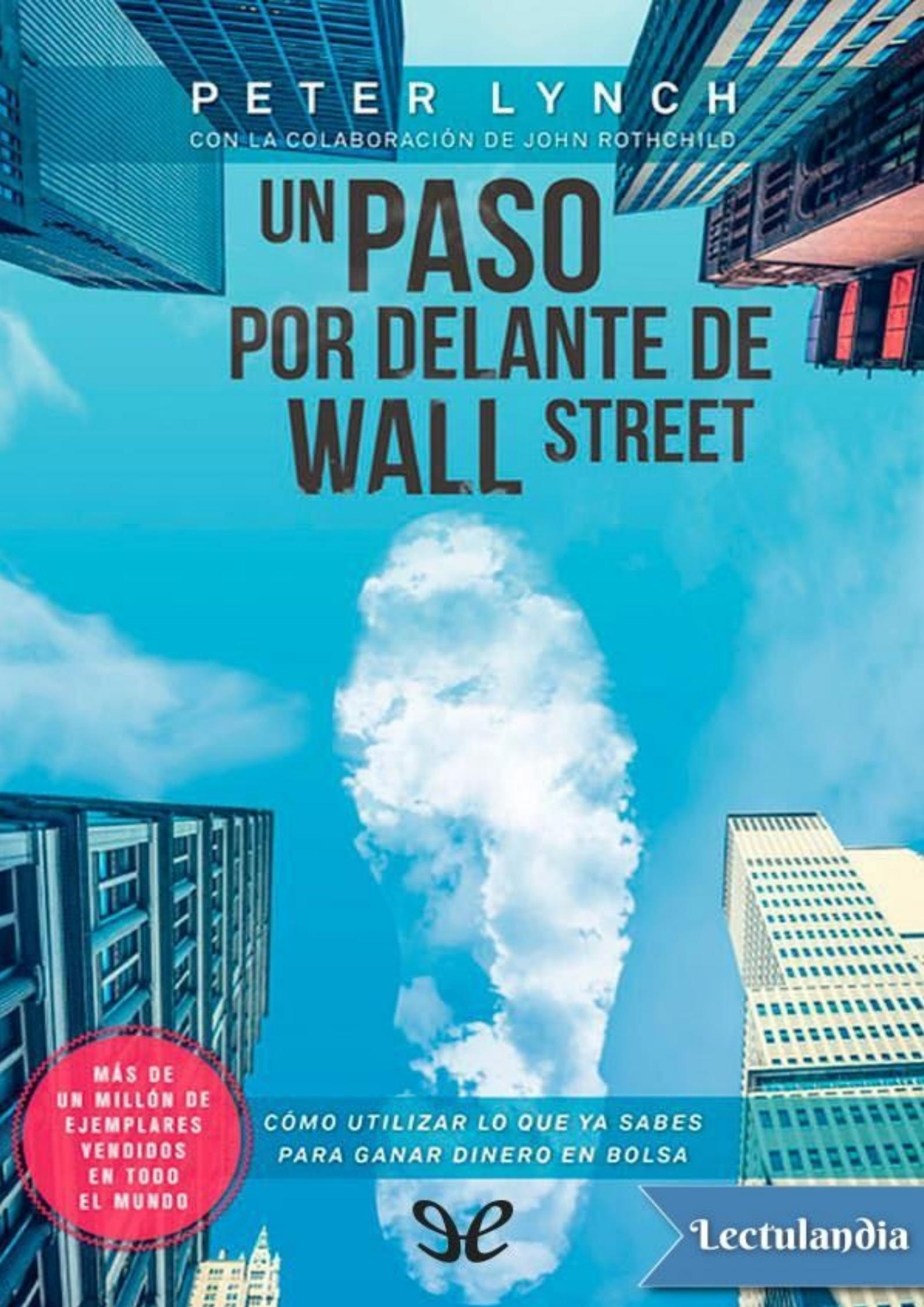


PETER LYNCH

CON LA COLABORACIÓN DE JOHN ROTHCILD

# UN PASO POR DELANTE DE WALL STREET



MÁS DE  
UN MILLÓN DE  
EJEMPLARES  
VENDIDOS  
EN TODO  
EL MUNDO

CÓMO UTILIZAR LO QUE YA SABES  
PARA GANAR DINERO EN BOLSA

se

Lectulandia

En este clásico de las finanzas, con más de un millón de ejemplares vendidos en todo el mundo, el mítico inversor Peter Lynch describe su método para alcanzar el éxito financiero.

Según Lynch, los inversores no profesionales pueden ganar a los profesionales usando simplemente la información a su alcance, dado que las oportunidades de inversión están en todas partes. A lo largo del día, desde el supermercado hasta nuestro lugar de trabajo, nos encontramos con un sinfín de productos y servicios. Y si prestamos atención a los mejores estaremos sobre la pista de cuáles son las empresas en las que invertir antes de que los inversores profesionales lo descubran. Si los inversores se adelantan pueden dar con las anheladas 10-baggers, el término usado en Wall Street para las acciones con las que se ha ganado diez veces el dinero invertido. Unas pocas 10-baggers bastan para convertir una cartera de acciones correcta en una cartera estrella.

Asimismo, Lynch ofrece consejos fáciles de inversión a partir de la revisión del estado financiero de una empresa y nos enseña a descubrir los números que realmente cuentan a la hora de tomar la decisión de invertir. Si inviertes en el largo plazo, dice Lynch, tu cartera te recompensará. Este consejo intemporal ha hecho de *Un paso por delante de Wall Street* un número uno en ventas y un libro ya clásico en su disciplina.

**Lectulandia**

Peter Lynch

# **Un paso por delante de Wall Street**

**Cómo utilizar lo que ya sabes para ganar dinero en bolsa**

ePub r1.0

**Titivillus** 27.05.2018

Título original: *One Up On Wall Street*

Peter Lynch, 2015

Traductor: Ramon Vilà

Editor digital: Titivillus

ePub base r1.2

---

más libros en [lectulandia.com](http://lectulandia.com)

---

*A Carolina, mi esposa y mi mejor amiga durante más de veinte años, cuyo apoyo y sacrificio han sido cruciales para mí.*

*A mis hijas, Mary, Annie y Beth, cuyo afecto mutuo y hacia sus padres lo ha sido todo para nosotros.*

*A mis colegas de Fidelity Investments, cuyos esfuerzos extra han hecho posibles los resultados de Magellan, pero que no han recibido ninguna publicidad favorable por ello.*

*Al millón de accionistas de Magellan, que me han confiado sus ahorros y que a lo largo de los años me han enviado miles de cartas y realizado miles de llamadas telefónicas para apoyarme durante las caídas del mercado y para recordarme que el futuro será mejor.*

*A Dios por todas las increíbles bendiciones que he recibido en mi vida.*

## Introducción a la Edición del Milenio

Este libro fue escrito para dar ánimos e información básica al inversor particular. ¿Quién hubiera imaginado que tendría treinta ediciones y vendería más de un millón de copias? Con ocasión del lanzamiento de esta última edición, once años después de la primera, estoy convencido de que los mismos principios que me ayudaron a tener buenos resultados en el Fidelity Magellan Fund siguen siendo válidos para invertir en bolsa hoy.

Ha pasado mucho tiempo desde que *Un paso por delante de Wall Street* llegó por primera vez a las librerías en 1989. Yo dejé Magellan en mayo de 1990, y los expertos dijeron que fue una decisión brillante. Me felicitaron por salirme en el momento exacto: justo antes del colapso del mercado. Durante un tiempo, los pesimistas parecieron los más listos. Los grandes bancos del país estaban al borde de la insolvencia y unos cuantos se vinieron abajo. A principios de otoño, se oían tambores de guerra en Irak. Las acciones sufrieron una de las peores caídas que se recuerdan recientemente. Pero luego la guerra se ganó, el sistema bancario sobrevivió y las acciones volvieron a subir.

¡Y vaya si subieron! El Dow se a más que cuadruplicado desde octubre de 1990, de 2400 puntos a 11 000 y más aún: la mejor década de todo el siglo XX para las acciones. Casi el 50 por ciento de los hogares estadounidenses tiene dinero en acciones o en fondos de inversión, cuando en 1989 era solo el 32 por ciento. El mercado en conjunto ha creado 25 billones de dólares de riqueza nueva, cuyos efectos pueden contemplarse en cada ciudad y en cada pueblo. Si esto sigue así, alguien tendrá que escribir un libro titulado *Mi vecino el multimillonario*.

Más de cuatro billones de esa nueva riqueza está invertida en fondos de inversión, cuando en 1989 la cifra era de 275 000 millones de dólares. No tengo nada en contra de que las cosas les vayan bien a los fondos, pues yo mismo gestioné uno. Pero eso significa inevitablemente que a muchos inversores aficionados les había ido mal con sus elecciones en bolsa, pues si les hubiera ido mejor invirtiendo por su cuenta en el padre de todos los mercados alcistas, no se habrían pasado a los fondos de forma tan masiva. Tal vez la información contenida en este libro ponga a algunos inversores erráticos en una senda más provechosa.

Desde que salí de Magellan, yo mismo me he convertido en un inversor particular. En el frente de la beneficencia, me dedico a captar dinero para un programa de becas destinado a enviar a niños de los barrios más pobres a las escuelas católicas de Boston, sin importar su religión. Por lo demás, trabajo a tiempo parcial en Fidelity como consejero de un fondo y como asesor/formador de jóvenes analistas de investigación. Últimamente, mi tiempo libre se ha multiplicado cuanto menos por treinta y dedico mucho más tiempo a estar con mi familia, tanto en casa como fuera de ella.

Pero no hablemos más acerca de mí. Volvamos a mi tema preferido: las acciones. Desde el comienzo de esta fase alcista, en agosto de 1982, hemos asistido al mayor aumento en el precio de las acciones de la historia de Estados Unidos, y el Dow se ha multiplicado por quince. En mi jerga, eso sería un «15-bagger<sup>[1]</sup>». No es extraño encontrar inversiones de este calibre en algunas empresas de éxito, pero encontrarlas en el mercado en general es asombroso. Consideremos lo siguiente: desde el punto más alto del mercado en 1929 hasta 1982, el Dow solo cuadruplicó su valor: ¡de 248 a 1046 en medio siglo! En los últimos años, la velocidad a la que han subido los precios no ha hecho más que aumentar a medida que iban subiendo. El Dow necesitó ocho años y un tercio para duplicar su valor, de 2500 a 5000, pero solo tres años y medio para duplicarlo, de 5000 a 10 000. Entre 1995-1999 asistimos a una serie inédita de cinco años seguidos con un aumento del 20 por ciento del precio de las acciones. Nunca antes se había registrado una ganancia del 20 por ciento más de dos años seguidos.

El mayor mercado alcista de Wall Street ha premiado a los creyentes y confundido a los escépticos hasta un punto que ninguno de ellos habría imaginado en el abúlico mercado de principios de los años setenta, cuando cogí el timón de Magellan. En aquellos momentos, los desmoralizados inversores debían hacer un esfuerzo para recordarse a sí mismos que los mercados bajistas no duran para siempre, y solo los más pacientes conservaron sus acciones y sus fondos durante los quince años que tardó el Dow y los demás índices en recuperar los precios que se habían alcanzado a mediados de los años sesenta. Hoy valdrá la pena que nos recordemos a nosotros mismos que los mercados alcistas no duran para siempre y que la paciencia es necesaria en ambos casos.

En la página 351 de este libro digo que la división de ATT en 1984 fue tal vez el momento más crucial de aquella época para el desarrollo del mercado de valores. Hoy es internet, y por el momento sigo sin subirme a ese carro. Desde siempre he sido un tecnófobo. Mi experiencia demuestra que no tienes por qué estar a la moda para tener éxito como inversor. De hecho, la mayoría de los grandes inversores que conozco (Warren Buffett, para empezar) son tecnófobos. No invierten en cosas que no entienden, y yo tampoco. Entiendo Dunkin' Donuts y Chrysler, razón por la cual ambos han figurado en mi cartera. Entiendo los bancos, las S&L<sup>[2]</sup> y ese pariente suyo llamado Fannie Mae. No visito la web. Nunca he navegado o chateado por ella. A falta de ayuda experta (de mi esposa y de mis hijas, por ejemplo) ni siquiera sería capaz de encontrarla.

En las vacaciones de Acción de Gracias de 1997, compartí mi ponche de huevo con un amigo de Nueva York más tolerante con la web. Yo comenté que a mi esposa Carolyn le gustaba la autora de novelas de misterio Dorothy Sayers. Este amigo se sentó ante un ordenador y en un par de clics sacó la lista entera de las obras de Sayers, calificadas de una a cinco estrellas (en las páginas literarias se califica a los autores como a los gestores de fondos) y con comentarios de los lectores. Compré

cuatro novelas de Sayers para Carolyn, escogí el papel de envolver para regalo, tecleé nuestra dirección y ya pude tachar una línea de mi lista de regalos pendientes para Navidad. Ese fue mi primer contacto con Amazon.com.

Más adelante leerán que descubrí algunas de mis mejores inversiones comiendo o yendo de compras, a veces mucho antes de que otros inversores profesionales se fijaran en ellas. Puesto que Amazon existía en el ciberespacio y no en unos grandes almacenes del extrarradio, yo no tenía noticia de su existencia. Pero Amazon no escapaba a mi comprensión: el negocio era tan simple como el de una lavandería. Por otro lado, en 1997 tenía un precio razonable en relación con sus expectativas, y estaba bien financiada. Pero no tuve la flexibilidad suficiente para reconocer esta nueva clase de oportunidad. Si me hubiera molestado en investigar el asunto, habría reconocido el gran mercado que había para esta modalidad de venta y la privilegiada posición de Amazon para capturarla. Fue una lástima. En 1998 el precio de Amazon ya se había multiplicado por diez (un «10-bagger», en mi jerga). El señor Mercado (una manera de referirme a acciones en general) no espera a que una página web recién nacida demuestre sus posibilidades en la vida real como hicieron Wal-Mart o Home Depot, por poner dos ejemplos, en la generación anterior.

Cuando se trata de las acciones de moda de internet, los fundamentales son cosa de carcas. (La expresión «ser un carca» resulta carca en sí misma, lo que demuestra que yo también soy un carca por usarla)<sup>[3]</sup>. La mera presencia de un punto y un com, y la excitante idea que llevan detrás, basta para convencer a los optimistas de hoy para que adelanten el dinero de toda una década de crecimiento y prosperidad. Los compradores posteriores pagan precios cada vez más altos sobre la base de unos «fundamentales» futuristas, los cuales no hacen sino mejorar con cada nueva transacción.

A juzgar por las ventas de Maserati en Silicon Valley, las *puntocom*s son muy lucrativas para los emprendedores que las sacan a bolsa y para los primeros compradores que saben salir de escena en el momento oportuno. Pero me gustaría llamar a la prudencia a las personas que compran las acciones una vez han levitado. ¿Tiene sentido invertir en una *puntocom* a precios que corresponden a años de rápidos crecimientos de los beneficios, unos crecimientos que pueden producirse o no? Por mi manera de formular la pregunta, habrán adivinado ya que mi respuesta es «no». Con muchas de estas nuevas emisiones el precio en bolsa se duplica, triplica o incluso cuadriplica el primer día de salida al mercado. A menos que nuestro bróker pueda colocar una orden de compra por un paquete importante al precio de salida — algo improbable teniendo en cuenta que las emisiones relacionadas con internet son más buscadas que las entradas para la Super Bowl— nos perderemos un gran porcentaje de la ganancia. Tal vez la ganancia entera, pues algunas *puntocom*s alcanzan precios altos en los primeros días de negociación, que luego no vuelven a recuperar.

Si usted tiene la sensación de estarse perdiendo la fiesta de las *puntocom*s,

recuerde que son muy pocos los inversores en *puntocom* que disfrutan de la fiesta completa. Resulta engañoso medir el progreso de estas acciones desde un precio de salida al que la mayoría de los compradores no tienen acceso. Los que reciben alguna de estas acciones tienen suerte si son más de un puñado.

A pesar de la oleada de gratificación inmediata que me rodea, yo he seguido invirtiendo a la antigua. Tengo acciones cuyos resultados dependen de los viejos fundamentales: una empresa que funciona accede a nuevos mercados, suben sus beneficios y el precio de su acción sube también. O bien una empresa con problemas se reinventa a sí misma. La apuesta ganadora típica de la cartera de Lynch (jaunque también continúo eligiendo mi parte alícuota de perdedoras!) tarda en general entre tres y diez años en dar todo su rendimiento.

La falta generalizada de beneficio<sup>[4]</sup> en el mundo de las *puntocom*s implica que la mayoría de las veces no se les pueda aplicar la vara de medir estándar precio/beneficios. En otras palabras, falta la «E» de la crucial ratio PER<sup>[5]</sup>. A falta de una ratio «PER», los inversores se fijan en el único dato que siempre está disponible: ¡el precio de la acción! Desde mi punto de vista el precio de la acción es la menos útil de las informaciones que se pueden analizar, y sin embargo la más analizada de todas. Cuando escribí este libro en 1989, podías leer los precios en una solitaria línea de datos que corría por la parte inferior de la imagen en la Financial News Network. Hoy esa misma línea de datos está presente en multitud de canales, mientras que en otros la información aparece en pequeños recuadros que incluyen el Dow, el S&P 500 y demás. Los inversores que navegan por esos canales no pueden evitar saber cómo cerró el mercado. En los portales más populares de internet, solo tenemos que hacer clic en nuestra cartera personalizada para conocer las últimas variaciones de cualquiera de nuestras posiciones. Y si no tenemos líneas 900 a tu disposición para informarte.

En mi opinión, toda esta avalancha de precios manda un mensaje equivocado. Si mi empresa de internet preferida se vende a 30 dólares la acción, y la suya a 10, la gente que se fija en el precio diría que la mía es mejor. Se trata de una ilusión peligrosa. Lo que el señor Mercado<sup>[6]</sup> paga por una acción hoy o la semana que viene no dice nada acerca de qué empresa tiene mejores opciones de triunfar dentro de dos o tres años en la autopista de la información. Si usted solo tiene tiempo de fijarse en un dato, atienda a los beneficios (en el caso de que la empresa en cuestión los tenga). Tal como se verá en lo que sigue, sigo fiel a la vetusta idea de que tarde o temprano los beneficios deciden el destino de una inversión. Lo que la bolsa diga hoy, mañana o la semana que viene no es más que una distracción.

Internet está lejos de ser el primer invento que cambia el mundo. El ferrocarril, el teléfono, el coche, el avión y la televisión pueden reclamar legítimamente haber tenido efectos revolucionarios sobre la vida del ciudadano medio, o por lo menos sobre la del 25 por ciento más próspero de la población mundial. Todas estas nuevas

industrias dieron origen a nuevas empresas, de las cuales solo unas cuantas sobrevivieron para dominar el sector. Es probable que en el caso de internet ocurra lo mismo. Una gran empresa o dos harán suyo el nuevo territorio, igual que hizo McDonald's con las hamburguesas o Schlumberger con los servicios petroleros. Los accionistas de estas empresas prosperarán, mientras que los accionistas de las empresas que se quedan rezagadas, salen del negocio o nunca llegan a cumplir sus expectativas perderán su dinero. Tal vez sea usted lo bastante listo para reconocer a los grandes ganadores que van a entrar en el exclusivo club de las empresas que ganan mil millones de dólares al año.

Aunque la típica *puntocom* no tenga beneficios, podemos aplicar un análisis muy sencillo para hacernos una idea de lo que debería ganar una empresa en el futuro para justificar el precio de sus acciones hoy. Tomemos un caso hipotético: Puntocom.com. En primer lugar, debemos calcular la «capitalización bursátil» multiplicando el número de acciones emitidas (pongamos 100 millones) por su precio actual (pongamos que 100 dólares por acción). 100 millones por 100 dólares igual a 10 000 millones de dólares, de modo que esta es la capitalización bursátil de Puntocom.com.

Cuando invertimos en una empresa, lo que queremos es que aumente su capitalización bursátil. Eso solo puede ocurrir si los compradores pagan un precio cada vez más alto por las acciones, aumentando así el valor de su inversión. Teniendo eso presente, antes de que Puntocom.com pueda convertirse en una *10-bagger*, su capitalización bursátil debe multiplicarse por diez, de 10 000 millones de dólares a 100 000 millones. Una vez establecido este objetivo, debemos preguntarnos: ¿cuáles deberían ser los beneficios de Puntocom.com para sostener una valoración de 100 000 millones de dólares? Podemos obtener una respuesta aproximada a esta pregunta aplicando una ratio genérica PER para una operación de crecimiento rápido: en el enfbebido mercado de nuestros días, digamos que 40 veces los beneficios.

Permítanme una digresión en este punto. En la página 211 pongo a McDonald's como ejemplo de que pagar precios excesivos por las acciones convierte empresas magníficas en inversiones muy arriesgadas. En 1972 la valoración de esta acción tensó la cuerda hasta 50 veces los beneficios. Ante la imposibilidad de estar «a la altura de las expectativas», el precio cayó de 75 a 25 dólares, una gran oportunidad de compra a un PER más «realista» de 13 veces los beneficios.

En la próxima página también menciono el PER desorbitado de 500 veces los beneficios que pagaron los accionistas por Electronic Data Systems de Ross Perot. A este PER, observé: «Harían falta cinco siglos para recuperar la inversión si los beneficios de EDS se mantuvieran constantes». Con la llegada de internet, cifras como 500 veces los beneficios han dejado de resultar chocantes, y lo mismo ocurre con los 50 o con los 40 de nuestro ejemplo teórico de Puntocom.com.

En cualquier caso, para convertirse en una empresa de 100 000 millones de dólares, podemos suponer que Puntocom.com debe llegar a unos beneficios de 2500 millones al año. Solo 33 empresas norteamericanas ganaron más de 2500 millones en

1999, de modo que para que esto le sucediera a Puntocom.com, deberá unirse al exclusivo club de los grandes triunfadores, al lado de empresas como Microsoft. Una hazaña fuera de lo común, ciertamente.

Querría terminar esta breve discusión sobre internet con una nota positiva. Hay tres formas de invertir en esta tendencia sin comulgar con extravagantes esperanzas de capitalización bursátil. La primera es heredera de la vieja estrategia de «picos y palas»: durante la Fiebre del Oro, la mayoría de los aspirantes a mineros perdían dinero, pero la gente que les vendía picos, palas, tiendas y tejanos (Levi Strauss) sacaron un buen beneficio. Hoy en día uno puede buscar empresas que no funcionen vía internet pero que se beneficien indirectamente del tráfico en internet (la paquetería es un ejemplo obvio); o uno puede invertir en fabricantes de conmutadores y otros artilugios que mantienen el tráfico en funcionamiento.

La segunda estrategia es lo que podríamos llamar «experimentos sin riesgo» [*free play*]. Se trata de negocios relacionados con internet integrados en empresas no relacionadas con internet, es decir, con beneficios reales y un precio razonable por acción. No diré nombres —usted mismo puede hacer el trabajo detectivesco—, pero me he fijado ya en varios experimentos de este tipo que parecen interesantes. En el caso típico, la empresa en conjunto tiene una valoración, pongamos, de 800 millones de dólares en el mercado actual, mientras que su operación incipiente en internet se estima en 1000 millones de dólares antes de demostrar su valía. Si la operación de internet cumple con su promesa, la inversión resultaría muy positiva (esa parte de la empresa podría «independizarse» y realizar su propia emisión de acciones). O bien, si el proyecto de internet no sale tan bien, el hecho de que sea un apéndice de la línea habitual de funcionamiento de la empresa protege a los inversores de posibles pérdidas.

La tercera consiste en buscar un beneficio tangencial, donde un negocio de «ladrillo y mortero» a la vieja usanza saca provecho del uso de internet para recortar costes, acelerar las operaciones, aumentar su eficiencia y por lo tanto su rentabilidad. Una generación atrás se instaló escáneres en los supermercados. Esta innovación redujo los hurtos, mejoró el control de los inventarios y supuso un gran impulso para las cadenas de supermercados.

A lo largo de los próximos años, internet y sus diversos accesorios darán lugar a unos cuantos éxitos resonantes, pero en este momento lo que tenemos son sobre todo grandes expectativas y criterios ineficientes de fijación de precios. Empresas valoradas hoy en 500 millones de dólares podrían triunfar, mientras que otras valoradas en 10 000 millones de dólares podrían no valer un centavo. A medida que las expectativas vayan dando paso a la realidad, los triunfadores serán cada vez más reconocibles. Los inversores conscientes de esta situación podrán utilizarla para obtener una posición de ventaja.

Volvamos a Microsoft, una 100-bagger que se me escapó. Junto a Cisco y a Intel, este gigante de la tecnología anunció unos beneficios explosivos casi desde el

principio. Microsoft salió a bolsa en 1986 a 15 centavos la acción. Tres años más tarde podías comprar una acción por menos de un dólar, a partir de lo cual ha multiplicado su precio por ochenta. (La acción ha pasado por varias «particiones» por el camino, de modo que las acciones originales no se vendieron nunca por 15 centavos —para una explicación más detallada, véase la nota a la página 43—). Si uno hubiera optado por la estrategia Missouri de «verlo primero» y hubiera esperado al triunfo de Microsoft con Windows 95, habría multiplicado igualmente por siete su dinero. No tenías que ser programador para ver Microsoft por todas partes. Excepto en el huerto de Apple, todos los nuevos ordenadores salían equipados con el sistema operativo Microsoft y Microsoft Windows. Los Apple empezaban a perder su atractivo. Cuantos más ordenadores usaban Windows, más programadores escribían programas para Windows y no para Apple. Apple estaba contra las cuerdas y vendía sus equipos a un 7-10 por ciento del mercado.

Mientras tanto, los fabricantes de ordenadores que funcionaban con programas Microsoft (Dell, Hewlett-Packard, Compaq, IBM, etc.) se enzarzaban en furiosas guerras de precios para vender más equipos. Esta refriega constante hacía mucho daño a los beneficios de los fabricantes de *hardware*, pero no afectaba en absoluto a Microsoft. La empresa de Bill Gates no estaba en el negocio del *hardware*; vendía el *software* que lo hacía funcionar.

Cisco es otra de las grandes triunfadoras. El precio de la acción se ha multiplicado por 480 desde que salió a bolsa en 1990. Esta increíble oportunidad me pasó por alto por las razones habituales, pero muchas personas debieron verla. Las empresas contrataron masivamente a Cisco para que les ayudara a conectar sus ordenadores en redes; luego las universidades contrataron a Cisco para informatizar sus residencias de estudiantes. Tanto los estudiantes como los profesores y los padres de visita debieron darse cuenta de este cambio. Tal vez algunos volvieron a casa, hicieron el trabajo de investigación y compraron las acciones.

Menciono Microsoft y Cisco para dar un par de ejemplos contemporáneos que ilustran el tema central de este libro. Un inversor aficionado puede detectar a los grandes triunfadores de mañana con solo prestar atención a los cambios que se producen en su lugar de trabajo, en el centro comercial, en los concesionarios de coches, en los restaurantes, o en cualquier lugar donde surge una empresa nueva y prometedora. Ya que estoy en materia, me gustaría clarificar una cuestión.

Charles Barkley, un jugador de baloncesto que se ha hecho famoso por darle a la lengua, aseguró una vez que sus palabras habían sido tergiversadas... en su propia autobiografía. Yo no pretendo que mis palabras hayan sido tergiversadas aquí, pero sí se me ha interpretado mal en un punto clave. He aquí mi rectificación:

Peter Lynch no le está recomendando que compre acciones de su tienda preferida simplemente porque le gusta comprar en esa tienda, ni que compre acciones de un fabricante porque produce su artículo preferido, o de un restaurante porque le gusta su comida. Que le guste una tienda, un artículo o un restaurante es una buena razón

para interesarse en una empresa y ponerla en su lista de activos por investigar, ¡pero no es razón suficiente para comprar sus acciones! Nunca invierta en una empresa antes de hacer los deberes e investigar sus perspectivas de beneficios, su situación financiera, su posición frente a la competencia, sus planes de expansión, etcétera.

Si es usted propietario de un comercio, otro factor clave en el análisis consiste en determinar si la empresa se encuentra cerca del final de su fase de expansión (lo que yo llamo las «últimas mangas» del partido). Es muy distinto que Radio Shack o Toys “R” Us estén presentes en el 10 por ciento del país o en el 90 por ciento. Debemos tener claro de dónde va a proceder el crecimiento futuro y cuándo es probable que empiece a perder fuelle.

Nada de lo que ha ocurrido ha alterado mi convicción de que el inversor aficionado típico parte con algunas ventajas frente al gestor de fondos típico. En 1989 los profesionales gozaban de un acceso más rápido a una información de mejor calidad, pero la brecha informativa se ha reducido mucho desde entonces. Una década atrás los aficionados disponían de tres vías para obtener información sobre una empresa: la propia empresa, los análisis de Value Line o de Standard & Poor's, o bien los informes elaborados por los analistas internos de la correduría de bolsa donde el aficionado tenga cuenta abierta. A menudo estos informes se enviaban por correo desde las oficinas centrales y la información tardaba varios días en llegar.

Hoy en día existe un amplio repertorio de informes de analistas disponible en internet a través de cualquier navegador. Podemos recibir automáticamente en nuestro correo electrónico alertas de noticias relacionadas con nuestras empresas preferidas. Podemos enterarnos de si los poseedores de información privilegiada están comprando o vendiendo, o de si las agencias de bolsa han mejorado o rebajado su calificación de un determinado activo. Podemos usar filtros personalizados para buscar acciones con ciertas características. Podemos seguir la pista de toda clase de fondos de inversión, comparar sus resultados, saber los nombres de sus diez primeras posiciones. Podemos clicar en la opción *briefing book* de la versión online de *The Wall Street Journal* y de Barron's y obtener una instantánea de casi cualquier empresa cotizada en bolsa. Y luego podemos acceder a «Zacks» y obtener un resumen de las calificaciones de todos los analistas que siguen un determinado activo.

Asimismo, gracias a internet el coste de comprar y vender acciones se ha reducido drásticamente para el pequeño inversor, en la línea de la reducción que experimentaron los inversores institucionales en 1975. La negociación online ha obligado a las agencias de bolsa tradicionales a reducir sus comisiones y tarifas de transacción, dando continuidad a una tendencia que se inició hace dos décadas con el bróker de descuento.

Tal vez usted se pregunte cómo han cambiado mis hábitos de inversión desde que salí de Magellan. Pues bien, en lugar de seguir a miles de empresas, ahora sigo tal vez a cincuenta. (Sigo formando parte de los comités de inversión de diversas

fundaciones y organizaciones de beneficencia, pero en esos casos contratamos a gestores de cartera y dejamos que ellos elijan las acciones). Es posible que los inversores más a la última piensen que la cartera de la familia Lynch debería figurar en la Sociedad de Antigüedades de Nueva Inglaterra. Ciertamente contiene algunas S&L que compré a precio de ganga en un momento en que las S&L no estaban adecuadamente valoradas. Esta clase de acciones tienen mucho campo por correr y todavía conservo algunas. (Vender acciones que llevan largo tiempo al alza supone pasar inmediatamente a la baja, gracias al IRS<sup>[7]</sup> y su impuesto del 20 por ciento de los beneficios). También tengo en cartera algunas empresas de crecimiento que compré en los años ochenta, y algunas en los setenta. Son negocios que no han dejado de prosperar pero cuyas acciones mantienen un precio razonable. Aparte de esto, sigo arrastrando una gran variedad de fiascos cuyo precio de venta es muy inferior al que pagué por ellos. No las mantengo por tozudez o nostalgia. Lo hago porque en todos estos casos la situación financiera de la empresa es decente y existen indicios de que vienen tiempos mejores.

Mis fiascos me recuerdan un punto importante: no hace falta ganar dinero con todas las acciones que compras. En mi experiencia, una proporción de seis acciones ganadoras de cada diez basta para obtener unos resultados satisfactorios. ¿Por qué? Tus pérdidas están limitadas a la cantidad que inviertes en cada acción (no puede bajar por debajo de cero), mientras que tus ganancias no tienen ningún límite absoluto. Invierte 1000 en un fiasco y en el peor de los escenarios puedes perder 1000 dólares. Invierte 1000 dólares en una acción de alto rendimiento, y puedes ganar 10 000 dólares, 15 000 dólares, 20 000 dólares y más aún a lo largo de los años. Todo cuanto necesitas para disfrutar de una larga y exitosa vida como inversor es unas cuantas apuestas ganadoras, y las plusvalías de estas superarán con mucho las minusvalías de las acciones que salen mal.

Permítame darle un dato sobre dos empresas que no tengo en cartera pero de las que hablo en el libro: Bethlehem Steel y General Electric. Ambas nos enseñan una lección muy útil. Las acciones de Bethlehem, una *blue chip* en su día pero que empezaba a dar síntomas de vejez, perdían valor desde 1960, como ya he comentado antes. Pues bien, todo indica que una compañía famosa envejecida puede ser tan peligrosa para los inversores como una *startup* dudosa. Bethlehem, que fue un día el símbolo del poder global norteamericano, no ha dejado de decepcionar en los últimos tiempos. Si en 1958 se vendía a 60 dólares la acción, en 1989 lo hacía a 17, un duro castigo tanto para los accionistas leales como para los buscadores de gangas que creían haberla encontrado en Bethlehem. Después de 1989 el precio ha vuelto a caer, desde 17 dólares hasta precios de un solo dígito, demostrando que una acción barata siempre puede serlo más. Algún día, Bethlehem Steel podría volver a subir. Pero pensar que eso va a ocurrir no es más que un deseo.

Yo recomendé General Electric en un programa nacional de televisión (desde entonces ha sido una 10-bagger), pero en el libro comento que el tamaño de GE (con

un valor de mercado de 39 000 millones de dólares, y unos beneficios anuales de 3000 millones) hacen difícil que la empresa aumente esos beneficios de forma rápida. De hecho, esta empresa, que no deja de aportar cosas buenas a nuestras vidas, ha dado más a sus accionistas de lo que yo había anticipado. Contra todo pronóstico y bajo el sabio liderazgo de Jack Welch, este gigante empresarial ha logrado ponerse a un trote bastante rentable. Welch, que anunció recientemente su retirada, llevó las numerosas divisiones de GE a su máximo rendimiento, utilizando los excedentes de caja para comprar nuevos negocios y recomprar acciones. El triunfo de GE en los años noventa demuestra la importancia de seguir atentamente la evolución de una empresa.

La recompra de acciones indica otro cambio importante que se ha producido en el mercado: el dividendo se ha convertido en una especie en peligro de extinción. En la página 255 escribo acerca de su importancia, pero este viejo método de premiar a los inversores parece haber seguido el camino del hurón de pies negros. Lo malo de la desaparición del dividendo son esos cheques que aparecían regularmente en el buzón y que daban a los inversores unos ingresos extra y también una razón para mantener su inversión en épocas en que los precios dejaban de compensar. Sin embargo, en 1999 el dividendo de las 500 empresas del S&P 500 marcó un mínimo histórico desde la segunda guerra mundial: cerca del 1 por ciento.

Es cierto que las tasas de interés son ahora más bajas que en 1989, de modo que es esperable que los rendimientos de los bonos y los dividendos de las acciones también sean más bajos. Y naturalmente cuando sube el precio de las acciones, el dividendo baja. (Si una acción valorada en 50 dólares paga 5 dólares de dividendo, da un rendimiento del 10 por ciento; cuando el precio de la acción sube a 100 dólares, el rendimiento baja al 5 por ciento). Pero también es cierto que las acciones no están incrementando sus dividendos como acostumbraban a hacer.

«Lo extraño —observaba *The New York Times* (7 de octubre de 1999)— es que las empresas sean cada vez más reacias a aumentar sus dividendos, en un momento en que la economía va estupendamente». En un pasado no muy lejano, que una empresa madura y saludable aumentara rutinariamente su dividendo era visto como un síntoma de prosperidad. Recortar el dividendo o no subirlo era indicio de que había problemas. En los últimos tiempos, empresas perfectamente saludables escatiman sus dividendos y usan el dinero para recomprar sus propias acciones, al estilo de General Electric. Por supuesto, reducir el número de acciones incrementa los beneficios por acción, lo que en último término beneficia a los accionistas, pero estos no recogen esos beneficios hasta que venden.

Si hay algún responsable de la desaparición del dividendo es el Gobierno estadounidense, que grava los beneficios empresariales y luego también los dividendos, a los que llama ingresos no derivados del trabajo. Para facilitar a sus accionistas la tarea de escapar a este doble gravamen, las empresas han abandonado

el dividendo en favor de la estrategia de la recompra, que aumenta el precio de la acción. Esta estrategia expone a los accionistas al impuesto por plusvalías del capital en el momento en que venden sus acciones, pero la tasa impositiva de las plusvalías a largo plazo es la mitad de la tasa de los ingresos ordinarios.

Hablando de beneficios a largo plazo, durante los once años que llevo dando discursos en almuerzos y cenas he pedido numerosas veces que levantaran la mano los inversores a largo plazo. Hasta la fecha, el voto es unánime: todo el mundo es un inversor a largo plazo, incluidos los *day trader*<sup>[8]</sup> que pudiera haber entre la audiencia tras tomarse un par de horas del trabajo. La inversión a largo plazo se ha vuelto tan popular que resulta más fácil admitir que uno es adicto al crac que admitir que uno es inversor a corto plazo.

Las informaciones sobre bolsa han pasado de ser casi inencontrables (en los setenta y principios de los ochenta) a ser primero fácilmente accesibles (a finales de los ochenta) y por último difícilmente evitables. La meteorología financiera se sigue tan de cerca como la real: subidas, bajadas, depresiones, turbulencias e interminables especulaciones acerca de qué pasará a continuación y cómo reaccionar ante ello. Se aconseja invertir a largo plazo, pero los constantes comentarios sobre cada vaivén ponen a la gente de los nervios y concentran toda su atención en el corto plazo. No resulta fácil escapar a este sesgo. Si hubiera una forma de evitar la obsesión por la última variación y uno comprobara los precios de las acciones cada seis meses o así, más o menos como comprueba el nivel del aceite en el coche, tal vez los inversores estarían más relajados.

Nadie cree en la inversión a largo plazo con más pasión que yo, pero igual que ocurre con la Regla de Oro es más fácil de predicar que de practicar. No obstante, esta generación de inversores se ha mantenido fiel a este credo y no ha variado su rumbo a lo largo de todas las correcciones antes mencionadas. A juzgar por las cancelaciones en mi antiguo fondo, Fidelity Magellan, los clientes han sido también magníficamente complacientes en esto. Solo un pequeño porcentaje liquidó los beneficios durante el mercado bajista de 1990, con la crisis de Saddam Hussein.

Gracias a los *day traders* y a algunos gestores profesionales de hedge funds, las acciones cambian de manos actualmente a una velocidad increíble. En 1989, 300 millones de transacciones era una sesión frenética en la Bolsa de Nueva York; hoy, esa cifra es un interludio soñoliento, y la media son 800 millones. ¿Han puesto de los nervios al señor Mercado los *day traders*? ¿Tiene algo que ver con ello el activo comercio en índices bursátiles? Sea cual sea la causa (pienso que los *day traders* son el factor principal), la frecuencia de las operaciones ha hecho que los mercados de valores sean más volátiles. Una década atrás, una subida de más del 1 por ciento en los precios de las acciones en una misma sesión era un hecho infrecuente. Hoy tenemos movimientos de un 1 por ciento varias veces al mes.

Por cierto, las probabilidades de ganarse la vida en el negocio de las operaciones de día son parecidas a las de ganársela con las carreras de caballos, las mesas de

*blackjack* o en el póquer *online*. De hecho, yo lo veo como llevar un casino desde casa. Y el defecto del casino casero es el papeleo. Si haces treinta transacciones al día, eso supone 5000 transacciones al año, las cuales deberán ser debidamente registradas, tabuladas y comunicadas al IRS. De modo que la operación de día es un casino que da trabajo a un montón de contables.

La gente que quiere saber cómo fue la bolsa en un día determinado pregunta: ¿Cómo ha cerrado el Dow? A mí me interesa más saber cuántas acciones subieron y cuántas bajaron. Lo que se conoce con el nombre de avance/retroceso da una imagen más realista. Nunca había sido eso tan cierto como del exclusivo mercado de los últimos tiempos, donde unos pocos valores avanzan mientras que la mayoría languidecen. Los inversores que compran valores pequeños «infravalorados» o valores de tamaño medio son castigados por su prudencia. La gente se pregunta: ¿Cómo es posible que S&P 500 suba un 20 por ciento y que mis acciones bajen? La respuesta es que unos pocos valores del índice están haciendo subir las medias.

Por ejemplo, en 1998 el índice S&P 500 subió un 28 por ciento en conjunto, pero si uno examina la cuestión con más detalle descubre que las 50 empresas principales subieron un 40 por ciento, mientras que las otras 450 apenas se movieron. En el NASDAQ, hogar de internet y sus fans, más o menos las diez principales empresas subieron mucho, mientras que el resto de valores del NASDAQ perdieron colectivamente. La misma historia se repitió en 1999, cuando una élite de ganadores tiró de los índices y compensaron la multitud de los perdedores. Más de 1500 valores de la Bolsa de Nueva York perdieron dinero en 1999. Se trata de una dicotomía sin precedentes. Dicho sea de paso, tendemos a pensar que el índice S&P 500 está dominado por las grandes empresas, mientras que el NASDAQ es el hogar natural de empresas más pequeñas. A finales de los años noventa, el NASDAQ estaba más dominado por sus gigantes (Intel, Cisco y un puñado de empresas más) que el S&P 500 por los suyos.

Un sector plagado de valores pequeños es la biotecnología. Mi aversión a la alta tecnología hizo que me burlara de la típica empresa biotecnológica: 100 millones de dólares en efectivo por la venta de acciones, cien empleados con un doctorado, 99 microscopios, y cero beneficios. La evolución reciente del sector me anima a hablar bien de la biotecnología: no quiero decir que los inversores aficionados deberían comprar valores biotecnológicos al tuntún, pero sí que la biotecnología en general podría jugar en el nuevo siglo el papel que jugó la electrónica en el anterior. Hoy la lista de empresas biotecnológicas con beneficios es larga, sobre unas tres decenas o más, mientras que otras cincuenta están a punto de lograrlo. Amgen se ha convertido en toda una *blue chip* tecnológica, con beneficios de más de 1000 millones de dólares. Alguno de los numerosos fondos de inversión biotecnológicos bien podría merecer una inversión suya a largo plazo.

Los comentaristas del mercado llenan el espacio radiofónico y el de las revistas con comparaciones entre el mercado actual y otros mercados anteriores, diciendo

cosas como: «Este mercado se parece mucho al de 1962», o «Esto me recuerda 1981», o bien, cuando tienen los ánimos muy bajos, «Esto es 1929 otra vez». Últimamente, la comparación dominante parece ser con los principios de los años setenta, cuando los pequeños valores empezaban a flojear mientras que los grandes (en especial las tan cortejadas «Cincuenta Guapas». [Nifty Fifty]) no paraban de subir. Luego, cuando llegó la bajada de 1973-1974 las Cincuenta Guapas cayeron un 50-80 por ciento! Esta inquietante caída puso en evidencia la teoría de que las grandes empresas estaban a prueba de crisis.

Si uno hubiera tenido en cartera alguna de las Nifty Fifty y la hubiera mantenido durante veinticinco años (para ello lo mejor era estar abandonado en una isla desierta sin radio, televisión o revistas para aconsejarle que saliera de la bolsa para siempre), no habría quedado disgustado con los resultados. Aunque tardaron toda una generación en lograrlo, las Nifty Fifty se recuperaron del todo y luego siguieron subiendo. A mediados de los años noventa la cartera de las Nifty Fifty se había puesto a la altura del Dow y del S&P 500 en ganancias totales desde 1974. Incluso si alguien las hubiera comprado al precio máximo de 1972, su decisión se habría visto reivindicada.

Una vez más nos encontramos con las cincuenta empresas más grandes que se venden a precios que los escépticos describen como «impagables». Si las Nifty Fifty de hoy van a sufrir una caída comparable a la de 1973-1974 es algo que aún está por ver. La historia nos dice que las correcciones (bajadas del 10 por ciento o más) ocurren cada dos años, los mercados bajistas (descensos del 20 por ciento o más), cada seis. Los mercados bajistas severos (descensos del 30 por ciento o más) se han materializado cinco veces más desde la debacle de 1929-1932. Sería una locura apostar a que no veremos más mercados bajistas, razón por la cual es importante no comprar valores o invertir en fondos de inversión con un dinero que vayamos a necesitar a lo largo de los próximos doce meses para pagar facturas universitarias, de bodas o de lo que sea. No queremos vernos forzados a vender en un mercado a la baja porque necesitamos efectivo. Cuando uno es un inversor a largo plazo, el tiempo va a su favor.

El actual mercado alcista se encuentra también con algunos baches ocasionales. Cuando escribí *One Up*, la bolsa acababa de recuperarse del *crash* de 1987. La peor caída en cincuenta años coincidió con unas vacaciones de golf mías en Irlanda. Me costó nueve o diez viajes más a Irlanda (nos compramos una casa allí) convencerme de que el hecho de poner el pie en el lugar no dispararía otro pánico. Tampoco me sentía demasiado cómodo visitando Israel, Indonesia o India. Me ponía nervioso poner pie en países que comienzan por *I*. Pero hice dos viajes a Israel, dos a la India y uno a Indonesia y no ocurrió nada.

Por el momento, 1987 no se ha repetido, pero hubo bajadas en 1990, el año que dejé mi trabajo como gestor de Fidelity Magellan. La caída de 1987 asustó a mucha gente (una caída del 35 por ciento en dos días tiene esas cosas), pero a mí me asustó

más el episodio de 1990. ¿Por qué? En 1987 la economía iba tirando, nuestros bancos eran solventes, de modo que los fundamentales eran positivos. En 1990 el país se estaba hundiendo en la recesión, nuestros principales bancos estaban contra las cuerdas y nos estábamos preparando para ir a la guerra contra Irak. Pero pronto la guerra estuvo ganada y la recesión superada, los bancos se recuperaron y las acciones iniciaron su mayor subida en la historia moderna. Más recientemente hemos visto descensos del 10 por ciento en los principales índices en primavera de 1996, los veranos de 1997 y 1998, y en otoño de 1999. Agosto de 1998 trajo una caída del 14,5 por ciento en el S&P 500, el segundo peor mes desde la segunda guerra mundial. Nueve meses después las acciones volvían a estar en marcha y el S&P 500 subía más del 150 por ciento!

¿Qué quiero decir con todo esto? Sería maravilloso que pudiéramos salir a tiempo antes de todas las bajadas, pero nadie ha encontrado el modo de predecirlas. Es más, si salimos de la bolsa y evitamos una caída, ¿cómo podemos estar seguros de que entraremos a tiempo para la nueva subida? Imaginemos el siguiente escenario: usted invirtió 100 000 dólares en acciones el 1 de julio de 1994, y mantuvo la inversión durante cinco años, de modo que sus 100 000 dólares se convirtieron en 341 722. Pero si se mantuvo alejado de las acciones durante treinta días en ese periodo —los treinta días durante los cuales se produjeron las mayores ganancias—, sus 100 000 solo habrían subido hasta 153 792. Mantenerse dentro del mercado le permitió doblar sus ganancias.

Un inversor de mucho éxito dijo una vez: «El argumento bajista siempre parece el más inteligente». En el periódico de la mañana y el telediario de la noche de cualquier día se pueden encontrar buenas razones para vender. Al mismo tiempo que *One Up* se convertía en un *best seller*, también lo hacía el libro de Ravi Batra, *La Gran Depresión de 1990*, Grijalbo, Barcelona, 1988. El epitafio del mercado alcista que estamos viviendo se ha escrito muchas veces, ya desde que comenzó en 1982. Entre las causas más probables que se han citado figuran las dificultades económicas de Japón, nuestro déficit comercial con China y el resto del mundo, el colapso del mercado de los bonos en 1994, el colapso del mercado emergente en 1997, el calentamiento global, el agujero de la capa de ozono, la deflación, la Guerra del Golfo, la deuda de los consumidores y la última de todas, Y2K. El día después de Año Nuevo descubrimos que Y2K fue el temor más sobredimensionado desde la última película de *Godzilla*.

«Las acciones están sobrevaloradas» ha sido la consigna de los pesimistas desde hace ya varios años. Para algunos, las acciones ya parecían demasiado caras en 1989, con el Dow a 2600. Para otros, parecían extravagantemente caras en 1992, con el Dow a 3000. Un coro de agoreros apareció en 1995, con el Dow por encima de 4000. Algún día volveremos a ver otra bajada fuerte, pero incluso una caída del 40 por ciento dejaría los precios muy por encima del nivel al que muchos expertos recomendaron a los inversores liquidar sus carteras. Como ya he observado en

ocasiones anteriores: «Eso no significa que no existan los mercados sobrevalorados, pero no tiene sentido preocuparse por ello».

A menudo se dice que un mercado alcista debe empezar por escalar un muro de preocupaciones, y las preocupaciones nunca se acaban. Últimamente nos preocupamos por diversos «imponderables» catastróficos: la tercera guerra mundial, el Apocalipsis biológico, el terrorismo nuclear, el deshielo de los polos, la caída de un meteorito sobre la Tierra, etc. Mientras tanto, hemos asistido a varios «imponderables» beneficiosos: la caída del comunismo; superávits fiscales en los gobiernos federal y estatales de Estados Unidos; la creación de diecisiete millones de nuevos empleos en el país a lo largo de la década de 1990, más que compensando los tan comentados recortes de plantilla de las grandes empresas. Los recortes causaron sin duda preocupación y un gran trastorno a las personas que recibieron los papelitos rosas<sup>[9]</sup>, pero también liberaron a millones de trabajadores para que fueran a encontrar trabajos excitantes y productivos en pequeñas empresas de rápido crecimiento.

Este impresionante proceso de creación de empleo no está recibiendo la atención que merece. Estados Unidos tiene la tasa de desempleo más baja de la última mitad de siglo, mientras que Europa sigue sufriendo altas tasas de desocupación. Las grandes empresas europeas también han aplicado recortes de plantilla, pero Europa carece de un tejido de pequeñas empresas capaz de recoger el testigo. Tienen una tasa de ahorro más alta que la nuestra, sus ciudadanos gozan de una buena educación, y sin embargo su tasa de desempleo es más del doble que la estadounidense. Un dato asombroso: a finales de 1999 hay menos personas con trabajo en Europa que al término de la década anterior.

El asunto básico sigue siendo el mismo de siempre. Las acciones no son billetes de lotería. Detrás de cada acción hay una empresa. Las empresas pueden ir mejor o peor. Si una empresa empeora sus resultados, sus acciones bajan. Si una empresa los mejora, sus acciones suben. Si tenemos en cartera buenas empresas que aumentan sus beneficios, nos irá bien. Los beneficios se han multiplicado por 55 desde la segunda guerra mundial, y el valor de la bolsa se ha multiplicado por sesenta. Cuatro guerras, nueve recesiones, ocho presidentes y un *impeachment* no lograron frenar esa tendencia.

En la tabla de la página 32 están los nombres de las 20 empresas que figuraban en lo alto de la lista de los 100 mejores valores del mercado estadounidense en los años noventa. El número de la columna de la izquierda indica el lugar que ocupan estas empresas en la escala de retornos totales sobre el dólar. Omito muchas empresas de alta tecnología (como Helix, Photronics, Siliconix, Theragenics) que figuraban entre las 100 primeras, pues me interesa subrayar las oportunidades que el ciudadano medio podía reconocer, investigar y aprovechar. Dell Computer fue la mayor triunfadora de todas, ¿quién no ha oído hablar de Dell? Cualquiera podía darse cuenta de las grandes ventas de Dell y de su creciente popularidad. Y aquellos que

compraron acciones de Dell fueron premiados con un asombroso *889-bagger*: 10 000 dólares invertidos en Dell al principio de todo se convertían en una fortuna de 8,9 millones de dólares. No tenías que saber de ordenadores para reconocer la promesa de Dell, Microsoft o Intel (todos los equipos salían de fábrica con una pegatina donde ponía «Intel inside»). No tenías que ser ingeniero genético para darte cuenta de que Amgen había dejado de ser un laboratorio de investigación para convertirse en un productor farmacéutico con dos medicamentos superventas.

¿Schwab? Su éxito difícilmente podía pasar por alto a nadie. ¿Home Depot? No ha dejado de crecer a toda velocidad, y se ha mantenido dos décadas seguidas en la lista de los 100. ¿Harley Davidson? Todos esos abogados, médicos y dentistas que se convierten en Easy Riders de fin de semana fueron una magnífica noticia para Harley. ¿Lowe's? La repetición de la historia de Home Depot. ¿Quién hubiera podido prever que saldrían dos valores estrella de un mismo negocio tan de andar por casa? ¿Paychex? Un sinfín de pequeños negocios de todo el mundo resolvieron sus dolores de cabeza dejando que Paychex se ocupara de sus nóminas. Mi esposa, Carolyn, usaba Paychex para el funcionamiento de nuestra fundación familiar, pero yo me despisté y dejé pasar la oportunidad de comprar sus acciones.

Algunas de las mejores ganancias de la década (igual que ocurrió en la década anterior) vinieron del anticuado mundo del comercio minorista. The Gap, Best Buy, Staples, Dollar General: todas ellas mega *baggers* magníficamente gestionadas y conocidas de primera mano por millones de compradores. Los dos pequeños bancos que aparecen en la lista demuestran una vez más que los grandes triunfadores pueden surgir en cualquier sector: incluso un sector tan aburrido y de crecimiento lento como la banca. Mi consejo para la próxima década: siga atento a los grandes *baggers* de mañana. Lo más probable es que encuentre alguno.

PETER LYNCH y JOHN ROTHCILD.

### Veinte grandes ganadoras en la bolsa de estados unidos en la década de 1990

Clasificación por rendimiento en bolsa	Símbolo	Empresa	Sector	10,000 Dólares invertidos al término de 1989 produjeron los siguientes resultados al término de 1999
(1)	Dell	Dell Computer	Fabricación de ordenadores	8.9 millones de dólares
(6)	CCU	Clear Channel Comm.	Emisoras de radio	8.1 millones de dólares
(9)	BBY	Best Buy	Comercio al por menor	995,000 dólares
(10)	MSFT	Microsoft	Tecnología	960,000 dólares
(13)	SCH	Charles Schwab	Bróker de descuento	827,000 dólares
(14)	NBTY	NBTY	Vitaminas, suplementos alimenticios	782,000 dólares
(20)	WCOM	MCI Worldcom	Comunicaciones	694,000 dólares
(21)	AMGN	Amgen	Biotecnología	576,000 dólares
(30)	PPD	Prepaid Legal Services	Servicios legales	416,000 dólares
(33)	INTC	Intel	Procesadores	372,000 dólares
(34)	HD	Home Depot	Material de construcción	370,000 dólares
(40)	PAYX	Paychex	Servicio de nóminas	340,000 dólares
(46)	DG	Dollar General	Minorista de descuentos	270,000 dólares
(49)	HDI	Harley Davidson	Motocicletas	251,000 dólares
(52)	GPS	Gap	Minorista moda-textil	232,000 dólares
(69)	SPLS	Staples	Material de oficina	186,000 dólares
(75)	WBPR	Westernbank/Puerto Rico	Banca	170,000 dólares
(77)	MDT	Medtronic	Material médico	168,000 dólares
(82)	ZION	Zion's Bancorp	Banca	161,000 dólares
(87)	LOW	Lowe's Companies	Material de construcción	152,000 dólares

\* Esta lista no incluye empresas que fueron adquiridas por otras empresas. Fuente: Ned Davis Research.

## Prólogo

### Un comentario desde Irlanda

Hoy en día no se puede hablar de la bolsa sin analizar los hechos de los días 16-20 de octubre de 1987. Fue una de las semanas más extrañas que he vivido nunca. Más de un año después, y visto desapasionadamente en retrospectiva, puedo empezar a separar el ruido sensacionalista de los hechos de importancia duradera. Lo que sigue es mi recuerdo de lo que vale la pena recordar:

- El 16 de octubre, un viernes, mi esposa Carolyn y yo pasamos un día maravilloso paseando en coche por County Cork, en Irlanda. Raramente me tomo vacaciones, de modo que el mero hecho de estar de viaje era extraordinario en sí mismo.
- No me detuve una sola vez a visitar las oficinas de ninguna empresa cotizada en bolsa. Por lo general estoy dispuesto a hacer 150 kilómetros en cualquier dirección para conseguir los últimos datos de ventas, inventarios y beneficios, pero no parecía haber ningún informe S&P ni ningún balance a 400 kilómetros a la redonda del lugar donde nos encontrábamos.
- Fuimos al castillo de Blarney, donde la legendaria piedra de Blarney se aloja incómodamente en un parapeto en lo más alto del edificio, a varios pisos de altura. Una vez allí debes tumbarte de espaldas, avanzar serpenteando sobre la rejilla de metal que te separa de la caída fatal, y mientras te agarras a una barandilla en busca de apoyo emocional, besar la legendaria piedra. Besar la piedra de Blarney es tan emocionante como todos dicen... sobre todo la parte de salir vivo del lugar.
- Para recuperarnos de la piedra de Blarney pasamos un tranquilo fin de semana jugando al golf —en Waterville el sábado y en Dooks el domingo— y paseando en coche por el precioso Anillo de Kerry.
- El lunes 19 de octubre, lunes, me enfrenté al mayor reto de todos, uno que exigía toda la inteligencia y entereza que pudiera aportar: los dieciocho hoyos del campo de Killeen, en Killarney, uno de los más difíciles del mundo.
- Tras cargar los palos en el coche, conduje junto a Carolyn por la península de Dingle hasta el centro vacacional del mismo nombre, donde nos registramos en el Hotel Sceiligh. Debía estar cansado, pues no salí de la habitación del hotel en toda la tarde.
- Aquella noche cenamos con unos amigos, Elizabeth y Peter Callery, en un famoso restaurante junto al mar llamado Doyle's. Al día siguiente, el 20, volamos de nuevo a casa.

## Esas pequeñas preocupaciones

Por supuesto, he pasado por alto unas pequeñas preocupaciones que me acompañaron durante aquellos días. Vistas retrospectivamente, apenas parecen dignas de mención. Un año más tarde se supone que uno debe recordar la Capilla Sixtina, no esa ampolla que le salió de tanto andar por el Vaticano. Pero con espíritu de total transparencia, les contaré también mis preocupaciones de aquellos momentos:

- El jueves, el día que partimos hacia Irlanda después del trabajo, la media industrial del Dow Jones cayó 48 puntos, y el viernes, el día de nuestra llegada, la misma media cayó otros 108,36 puntos. Este hecho hizo que me preguntara si era buena idea irnos de vacaciones.
- Yo estaba pensando en el Dow Jones y no en Blarney, incluso en el momento de besar la piedra de Blarney. A lo largo de todo el fin de semana, entre ronda y ronda de golf, hablé desde distintos teléfonos con mi oficina para decidir qué acciones vender, y qué acciones comprar a precio de ganga si el mercado seguía bajando.
- El lunes, el día que jugué en Killeen, Killarnery, el mencionado índice cayó otros 508 puntos.

Gracias a la diferencia horaria, terminé la ronda unas horas antes de que sonara la campana de apertura en Wall Street, pues de otro modo hubiera jugado aún peor. Tal como fueron las cosas, me acompañaba una sensación de mal augurio desde el viernes, y tal vez eso explicara que 1) me fuera peor en el put que de costumbre, y de costumbre ya lo hago fatal; y 2) no lograra recordar mi puntuación. La puntuación que sí logró captar mi atención más tarde aquel día fue el millón de accionistas de Magellan Fund que habían perdido el 18 por ciento de sus activos, 2000 millones de dólares, en la sesión del lunes.

Mi fijación con este desastre me hizo ignorar el paisaje de camino hacia Dingle. Por mí podríamos haber estado en Broadway esquina con la Cuarenta y Dos.

Tampoco pasé durmiendo aquella tarde en el Hotel Sceilig, como el párrafo anterior podía sugerir. Lo pasé al teléfono con mis oficinas, decidiendo cuál de las 1500 acciones del fondo vender para obtener la liquidez necesaria para atender el número inusual de amortizaciones que recibíamos. En circunstancias normales teníamos efectivo suficiente, pero no para las circunstancias del lunes 19. Llegado a cierto punto no era capaz de decidir si era el fin del mundo, si nos dirigíamos hacia una depresión o si las cosas no estaban tan mal y era solo Wall Street lo que iba a la quiebra.

Mis empleados y yo vendimos lo que debíamos vender. Primero nos deshicimos de algunas acciones británicas en el mercado de Londres. El lunes por la mañana, los precios de las acciones en Londres eran más altos en general que en la bolsa

estadounidense, gracias a un extraño huracán que había obligado a la bolsa londinense a cerrar el viernes anterior, evitando así la gran caída de aquel día. Luego vendimos en Nueva York, sobre todo al comienzo de la sesión, cuando el Dow solo había bajado 150, puntos pero iba ya de cabeza hacia su nadir de 508 puntos.

No podría decírles qué clase de pescado o marisco comí aquella noche en el Doyle's. Resulta imposible distinguir el bacalao del langostino cuando tu fondo de inversión ha perdido el equivalente al PIB de un país pequeño y marinero.

Llegamos a casa el 20 porque todo lo anterior me dio unas ganas desesperadas de regresar a la oficina. Era una posibilidad para la que me estaba preparando desde el día de nuestra llegada. Para ser honestos, las preocupaciones pudieron conmigo.

## **Las lecciones de octubre**

Siempre he creído que los inversores deben ignorar las subidas y bajadas del mercado. Afortunadamente, la mayoría no hizo mucho caso de las pequeñas distracciones mencionadas más arriba. Si vale como ejemplo, menos del tres por ciento del millón de tenedores de cuenta en Fidelity Magellan la cancelaron para ir a un fondo del mercado monetario en la desesperación de aquella semana. Cuando se vende por desesperación, siempre se vende barato.

Aunque el 19 de octubre saltaran las alarmas respecto a la bolsa, no había por qué vender aquel día, o el siguiente. Uno podía reducir gradualmente la cartera de acciones que tenía y salir mejor parado que quienes vendían llevados por el pánico, pues a partir de diciembre el mercado empezó una subida constante. En junio de 1988 el mercado había recuperado alrededor de 400 de los puntos perdidos, más del 23 por ciento.

A todas las lecciones que supuestamente hemos aprendido del mes de octubre, puedo añadir tres: 1) no permita que el ruido arruine una buena cartera; 2) no permita que el ruido arruine unas buenas vacaciones; y 3) nunca viaje al extranjero si va corto de dinero en efectivo.

Probablemente podría seguir unos cuantos capítulos más con sentencias de este tipo, pero tal vez sea mejor no hacerle perder más tiempo. Prefiero escribir acerca de algo que seguramente le será más valioso: cómo identificar las mejores empresas. Ya sea un día de 508 o de 108 puntos, al final las mejores empresas saldrán adelante y las mediocres se vendrán abajo, y los inversores en cada una de ellas ganarán o perderán en consonancia.

Y no se preocupen, que en cuanto recuerde lo que comí en el Doyle's se lo haré saber.

## Introducción

### Las ventajas del dinero tonto

Aquí es donde el autor, un inversor profesional, le promete al lector que en las 300 páginas siguientes compartirá con él los secretos de su éxito. Pero la regla número uno de mi libro es: ¡No escuche más a los profesionales! Veinte años en este negocio me han convencido de que cualquier persona normal usando el tres por ciento habitual de su cerebro puede escoger acciones tan bien como el experto medio de Wall Street, si no mejor.

Nadie esperará que su cirujano plástico le aconseje hacerse él mismo un *lifting*, o que su fontanero le sugiera instalarse él mismo el depósito de agua caliente, o que su peluquero le recomiende recortase él mismo el flequillo, pero no estamos hablando de cirugía, fontanería o peluquería. Estamos hablando de invertir, donde el dinero listo no es realmente tan listo, y el dinero tonto no es tan tonto como se cree. El dinero tonto solo es tonto cuando escucha al dinero listo.

En realidad, el inversor aficionado parte con muchas ventajas que, bien explotadas, pueden ayudarle a obtener mejores resultados que los expertos, y que el mercado en general. De hecho, cuando invierte uno mismo en bolsa debería conseguir mejores resultados que los expertos. Si no, ¿para qué tomarse la molestia?

Tampoco voy a exagerar y aconsejarle que venda todos sus fondos de inversión. Si eso empezara a ocurrir a gran escala, me quedaría sin trabajo. Por otro lado, los fondos de inversión no tienen nada de malo, en especial los que son rentables para el inversor. No es la inmodestia sino la honestidad lo que me obliga a decir aquí que millones de inversores aficionados han visto bien recompensada su inversión en Fidelity Magellan, razón por la cual fui invitado a escribir este libro en su día. El fondo de inversión es un invento maravilloso para las personas que no tienen el tiempo ni la inclinación de poner a prueba su ingenio contra la bolsa, como también para las personas con sumas pequeñas de dinero por invertir y que buscan diversificación.

Solo debería invertir por su cuenta cuando esté decidido a seguir su propio criterio. Eso significa ignorar los rumores, las recomendaciones de las agencias de bolsa y la última sugerencia «no se lo pierda» de su *newsletter* preferida, en favor de su propio trabajo de investigación. Eso significa ignorar las acciones que según dicen está comprando Peter Lynch, o cualquier otra autoridad parecida.

Hay por lo menos tres buenas razones para ignorar lo que está comprando Peter Lynch: 1) ¡podría estar equivocado! (la larga lista de fiascos que hay en mi cartera se encarga de recordarme que el llamado dinero listo es tremadamente tonto el 40 por ciento de las veces); 2) aunque tuviera razón, usted nunca sabrá cuándo Peter Lynch cambia de idea y vende sus acciones; y 3) usted dispone de mejores fuentes que él, y

las tiene por todas partes a su alrededor. Lo que las convierte en mejores es que puede seguirlas de cerca, igual que yo sigo de cerca las mías.

Con solo poner un poco de atención, cualquiera puede identificar acciones de rendimiento espectacular desde su lugar de trabajo o en el supermercado de la esquina, y mucho antes de que Wall Street los descubra. Es imposible ser un consumidor norteamericano con tarjeta de crédito sin llevar a cabo un importante trabajo de análisis fundamental de decenas de empresas; y si además usted trabaja en la industria, mucho mejor. Ahí es donde se encuentran las *10-baggers*. Lo he visto ocurrir una y otra vez desde mi puesto de observación en Fidelity.

### **Esas maravillosas *10-baggers***

En la jerga de Wall Street, una «*10-bagger*» es una acción con la que se ha ganado diez veces el dinero invertido. Sospecho que este término tan técnico procede del béisbol, donde solo se llega al *4-bagger*, o el *home run*. En mi negocio, una *4-bagger* está bien, pero una *10-bagger* es el equivalente fiscal de dos *home runs* y un doble. Si alguna vez ha tenido una *10-bagger* en bolsa, ya sabrá lo estupendo que puede llegar a ser.

Muy pronto en mi carrera como inversor desarrollé una pasión especial por multiplicar por diez mi dinero. La primera acción que compré en mi vida, Flying Tiger Airlines, resultó ser una *multi-bagger* que me permitió terminar los estudios de posgrado. A lo largo de la última década, las ocasionales *5-* y *10-bagger*, y alguna que otra *20-bagger*, han contribuido a que mi fondo supere a la competencia (y tengo 1400 acciones en cartera). En una cartera pequeña, una sola de estas acciones de gran rendimiento puede transformar una causa perdida en un negocio rentable. Es asombroso ver cómo funciona.

El efecto resulta aún más llamativo en los mercados bajistas (y sí, en un mercado bajista también hay *10-baggers*). Remontémonos a 1980, dos años antes del nacimiento del gran mercado alcista. Supongamos que usted invirtiera 10 000 dólares en diez acciones el 22 de diciembre de 1980 y las mantuviera hasta el 4 de octubre de 1983. Esa es la estrategia A. La estrategia B es la misma, solo que añade una undécima acción, Stop & Shop, que resultó ser una *10-bagger*.

El resultado de la estrategia A es que sus 10 000 dólares se habrían convertido en 13 040 dólares, lo que significa unas medianas ganancias totales del 30,4 por ciento en tres años (el S&P 500 ofreció unas ganancias totales del 40,6 por ciento a lo largo del mismo período). Usted tendría todo el derecho a decir: «Ya ves. Mejor dejo lo de invertir a los profesionales». Pero si hubiera añadido Stop & Shop al paquete, sus 10 000 dólares se habrían más que doblado, hasta convertirse en 21 060 dólares, lo que supondría para usted unas ganancias de 110,6 por ciento y la posibilidad de sacar pecho ante Wall Street (véase la página 42).

### Cartera Estrategia A

	Compra	Venta	% de Cambio
Bethlehem Steel	25,125 dólares	23,125 dólares	-8,0%
Coca-Cola	32,75	52,50	+60,3%
General Motors	46,875	74,375	+58,7%
W. R. Grace	53,875	48,75	-9,5%
Kellogg	18,50	29,875	+62,6%
Mfrs. Hanover	33	39,125	+18,5%
Merck	80	98,125	+22,7%
Owens Corning	26,875	35,75	+33,0%
Phelps Dodge	39,625	24,25	-38,8%
Schlumberger (ajustado a particiones)	81,875	51,75	-36,8%
			+162,7%

### Estrategia B. Lo mismo, más

Stop & Shop	6 dólares	60 dólares	+900.0%
-------------	-----------	------------	---------

Es más, si hubiera reforzado su inversión en Stop & Shop cuando vio que las perspectivas de la empresa mejoraban, sus ganancias totales podrían haber duplicado incluso las anteriores.

Para conseguir resultados tan espectaculares, lo único que debía hacer era encontrar a un gran ganador entre once. Cuanto más acierte con una acción, más se podrá equivocar con todas las demás y seguir triunfando como inversor.

### Manzanas y donuts

Tal vez usted haya pensado que una *10-bagger* es algo que ocurre solo con recónditos chicharros de empresas marcianas como Braino Biofeedback o Cosmic I+D, la clase de acciones que cualquier inversor razonable evitaría. En realidad un montón de *10-bagger* son empresas que usted reconoce perfectamente: Dunkin' Donuts, Wal-Mart, Toys "R" Us, Stop & Shop y Subaru, por mencionar solo algunas. Todas ellas son empresas cuyos productos usted ha admirado y disfrutado, pero ¿quién hubiera imaginado que si usted hubiera comprado acciones de Subaru al mismo tiempo que su Subaru, hoy sería millonario?

Y sin embargo es verdad. Este cálculo improvisado se basa en unas cuantas premisas: primero, que usted compró las acciones a su precio mínimo de 2 dólares por acción en 1977; segundo, que usted las vendió a su precio máximo de 312 dólares por acción en 1986, sin ajustar a una partición de ocho por una<sup>[10]</sup>. Eso es una *156-bagger*, el equivalente fiscal de 39 *home runs*, de modo que si hubiera invertido 6410

dólares en la acción (una cifra que va en la línea del precio de un coche), habría ganado exactamente un millón de dólares. En lugar de un coche usado, tendría dinero suficiente para comprarse una mansión con un par de Jaguars en el garaje.

Es improbable que nadie pudiera ganar un millón de dólares invirtiendo en acciones de Dunkin' Donuts lo que hubiera gastado en donuts (¿cuántos donuts puede comer una persona?). Pero si junto con las dos docenas de donuts que usted compraba cada semana del año en 1982 (un desembolso total de 270 dólares) hubiera invertido el mismo importe en acciones de la empresa, cuatro años después esas acciones habrían valido 1539 dólares (un *6-bagger*). Una inversión de 10 000 dólares en Dunkin' Donuts habría supuesto unas ganancias de 47 000 dólares en cuatro años.

Si en 1976 usted se hubiera comprado diez tejanos en The Gap por 180 dólares, los pantalones estarían probablemente gastados ya, pero las acciones de la empresa compradas por ese mismo dinero (el precio de salida fueron 18 dólares) valían 4672,50 dólares en su máximo de 1987. Una inversión de 10 000 dólares en The Gap le habrían reportado unas ganancias de 250 000 dólares.

Si a lo largo de 1973 usted hubiera pasado 31 noches en viajes de negocios en La Quinta Motor Inns (pagando 11,98 dólares por habitación y noche), y hubiera doblado su factura hotelera de 371,38 dólares con una inversión igual en acciones de La Quinta (23,21 dólares la acción), sus acciones habrían valido 4363,08 dólares diez años después. Una inversión de 10 000 dólares en La Quinta habrían supuesto una ganancia de 107 500 dólares.

Si en 1969 usted tuvo que pagar un funeral tradicional (980 dólares) por un allegado en alguno de los servicios funerarios propiedad de Service Corporation International, y hubiera podido sobreponerse a su dolor para invertir 980 dólares más en acciones de SCI, sus 70 acciones valdrían 13 352,19 dólares en 1987. Una inversión de 10 000 dólares en SCI le habrían reportado una ganancia de 137 000 dólares.

Si en el año 1982, la misma semana que compró su primer ordenador Apple por 2000 dólares para que sus hijos mejoraran sus notas y pudieran entrar en la universidad, hubiera invertido otros 2000 dólares en acciones de Apple, en 1987 esas acciones valdrían 11 950 dólares, suficiente para pagar un año en la universidad.

## **El poder de lo que todo el mundo sabe**

Para conseguir esas ganancias espectaculares usted debía comprar y vender en el momento exacto. Pero incluso si no acertaba del todo en eso, habría hecho mejor invirtiendo en cualquiera de las conocidas empresas que acabo de mencionar que en ninguna empresa esotérica que ni usted ni yo entendemos.

Hay una famosa anécdota acerca de un bombero de Nueva Inglaterra que en los años cincuenta no pudo menos que fijarse en que una fábrica local de Tambrands (la empresa se llamaba entonces Tampax) crecía a una velocidad espectacular. Se le

ocurrió que no se expandiría tanto si las cosas no fueran bien, y con esta idea él y su familia invirtieron 2000 dólares en la empresa. Y no solo eso, sino que invirtieron otros 2000 dólares cada año durante los cinco años siguientes. En 1972 el bombero era millonario... y ni siquiera se había comprado ningún Subaru.

No estoy seguro de si nuestro afortunado inversor pidió consejo a algún bróker o experto de otro tipo, pero muchos le habrían dicho que su teoría estaba equivocada, y que si sabía lo que le convenía haría mejor en mantenerse con las acciones de bajo riesgo que compraban las grandes instituciones, o bien con los valores en electrónica que hacían furor en el momento. Suerte que el bombero no les hizo caso.

Tal vez usted pensara que las mejores ideas de inversión proceden de los rumores sofisticados y elitistas que llegan a oídos de los expertos sentados ante una máquina Quotron, pero yo saco muchas de las mías de la misma fuente que el bombero. Hablo con cientos de empresas al año y paso horas y horas en excitantes reuniones con consejeros delegados, analistas financieros y con mis colegas del sector de los fondos de inversión, pero siempre doy con los chollos de la manera más inesperada, igual que podría hacerlo usted.

Taco Bell: quedé impresionado con su burrito durante un viaje a California; La Quinta Motor Inn: alguien me habló de ellos en un Holiday Inn de la competencia; Volvo: es el coche que lleva mi familia y mis amigos; Apple Computer: mis hijos tenían uno en casa y luego el responsable de sistemas compró varios para la oficina; Service Corporation International: un analista del sector de la electrónica de Fidelity (que no tenía nada que ver con las funerarias, de modo que no era su terreno) con quien hablé durante un viaje a Texas; Dunkin' Donuts: me encantaba el café que hacían; y recientemente Pier 1 Imports, por recomendación de mi esposa. De hecho, Carolyn es una de mis mejores fuentes. Ella fue quien descubrió L'eggs.

L'eggs es el ejemplo perfecto del poder de lo que todo el mundo sabe. Terminó convirtiéndose en uno de los dos productos de consumo de mayor éxito en los años setenta. A comienzos de la década, antes de hacerme cargo de Fidelity Magellan, yo trabajaba en la firma como analista de valores. Conocía el negocio textil, pues había viajado por el país visitando plantas textiles, calculando márgenes de beneficios, ratios PER y otros datos esotéricos para expertos. Pero la información que me dio Carolyn fue mucho más importante que todo eso. No fui yo quien descubrió L'eggs a través de mis análisis, fue ella yendo al super.

Allí, en un expositor metálico situado junto a la caja, había una nueva línea de medias de mujer, empaquetadas en vistosos huevos de plástico. La empresa, Hanes, estaba probando L'eggs en varios lugares de todo el país, entre ellos los barrios residenciales de Boston. Hanes entrevistó a cientos de mujeres a la salida de los supermercados donde se realizaba la prueba y les preguntó si habían comprado unas medias, y un alto porcentaje respondieron que sí. Y sin embargo la mayoría de ellas no lograba recordar el nombre de la marca. Hanes no cabía en sí de gozo. Si un producto se convierte en un superventas sin reconocimiento de marca, imaginen lo

que venderá cuando la marca se conozca.

Carolyn no necesitaba ser analista textil para darse cuenta de que L'eggs era un producto superior. Solo necesitaba comprarse unas medias y probárselas. Las medias eran de lo que se conoce como denier grueso, por lo que eran menos propensas a las carreras que unas medias normales. También sientan muy bien, pero su principal atractivo era la comodidad. Podías comprar L'eggs justo al lado de los chicles y de las hojas de afeitar, sin necesidad de hacer un viaje especial a los grandes almacenes.

Hanes ya vendía una línea de medias normales en los grandes almacenes y en las tiendas especializadas. Sin embargo, la empresa había comprobado que las mujeres visitan habitualmente uno u otro sitio cada seis semanas, mientras que van al supermercado dos veces por semana, lo que les da doce ocasiones más para comprar L'eggs por cada oportunidad de comprar la línea normal. Vender medias en el supermercado fue una idea que tuvo un gran éxito. Podías verlo por el número de mujeres que llevaban huevos de plástico en sus carritos al pasar por caja. Imagínense cuántos L'eggs iban a venderse a nivel nacional cuando corriera la voz.

¿Cuántas mujeres que compraban medias, cuántos dependientes que veían a estas mujeres comprando medias, cuántos maridos que veían a sus mujeres volver a casa con las medias, conocían el éxito de L'eggs? Millones. Dos o tres años después del lanzamiento del producto podías entrar en cualquiera de los miles de supermercados del país y comprobar que era un superventas. A partir de ahí, era bastante fácil descubrir que L'eggs era un producto de Hanes y que Hanes cotizaba en la bolsa de Nueva York.

En cuanto Carolyn me alertó de lo de Hanes, llevé a cabo mi investigación habitual. El caso era aún mejor de lo que yo había pensado, de modo que con la misma seguridad del bombero que compró Tambrands, recomendé la acción a los gestores de cartera de Fidelity. Hanes resultó ser una *6-bagger* antes de ser adquirida por Consolidated Foods, ahora Sara Lee. L'eggs sigue proporcionando mucho dinero a Sara Lee y no ha dejado de crecer a lo largo de la última década. Estoy convencido de que Hanes sería una *50-bagger* si no la hubieran comprado.

Lo bonito de L'eggs era que no hacía falta enterarse al principio de todo. Uno podía haber comprado acciones de Hanes el primer año, el segundo o incluso el tercero después de que L'eggs se expandiera a nivel nacional y por lo menos habría triplicado su dinero. Pero mucha gente no lo hizo, en especial los maridos. Los maridos (también conocidos como los Inversores Designados)<sup>[11]</sup> estaban probablemente demasiado ocupados comprando acciones de energía solar o de empresas de antenas parabólicas y perdiendo colectivamente la camisa.

Consideremos el caso de mi amigo Harry Houndstooth (a quien he cambiado el nombre para proteger al pobre infeliz). En realidad, todos tenemos algo de Houndstooth. Este Inversor Designado (al parecer hay uno en cada familia) se ha pasado la mañana leyendo *The Wall Street Journal*, más una newsletter sobre bolsa a la que se ha suscrito por 250 dólares anuales. Está buscando una apuesta excitante en

bolsa, algo con riesgo limitado pero buenas posibilidades de crecimiento. Tanto el *Journal* como la *newsletter* mencionan favorablemente Winchester Disk Drives, una voluntariosa empresa con un futuro interesante.

Houndstooth no sabría distinguir un disco duro de una paloma de cerámica, pero llama a su bróker y se entera de que Merrill Lynch ha puesto Winchester en su lista de «compra agresiva».

Todo esto no puede ser mera coincidencia, piensa Houndstooth. No tarda mucho en convencerse de que poner en Winchester 3000 de esos dólares que tanto le ha costado ganar es una idea muy inteligente. Después de todo, ¡lo ha investigado!

La esposa de Houndstooth, Henrietta —también conocida como la «persona que no entiende de asuntos serios de dinero» (cabría invertir esos roles, pero por lo general no ocurre así)— acaba de regresar del centro comercial, donde ha descubierto una nueva tienda de ropa de mujer llamada The Limited. Los clientes apenas caben dentro del local. No puede esperar a contarle a su marido lo amable que era el vendedor y las estupendas ofertas que tenían.

—He comprado toda la ropa de Jennifer para este otoño —exclama—. Por solo 275 dólares.

—¿275 dólares? —se queja el Inversor Designado—. Bueno, mientras tú estabas fuera derrochando dinero, yo me he quedado en casa buscando el modo de ganarlo. La respuesta es Winchester Disk Drives. La apuesta más segura que puedes imaginar. Vamos a poner 3000 dólares.

—Espero que sepas lo que haces —dice la Persona que No Entiende de Asuntos Serios de Dinero—. ¿Recuerdas lo de Havalight Photo Cell? Esa apuesta tan segura bajó de siete dólares a tres con cincuenta. Perdimos 1500 dólares.

—Ya, pero eso fue Havalight. Esto es Winchester. *The Wall Street Journal* dice que los discos duros son una de las industrias que más están creciendo esta década. ¿Por qué vamos a ser los únicos que no saquemos tajada?

El resto de la historia es fácil de imaginar. Winchester Disk Drives tiene un mal trimestre, o surge un competidor inesperado en la industria de los discos duros, y el precio de la acción cae de 10 a 5 dólares. Puesto que el Inversor Designado no tiene manera de dar sentido a nada de todo esto, decide que lo prudente es vender, contento de perder solamente otros 1500 dólares (o algo más de cinco armarios roperos de Jennifer).

Mientras tanto, sin que Houndstooth tenga noticia de ello, el precio de la acción de The Limited, la tienda que tanto había impresionado a su mujer, Henrietta, ha ido subiendo de manera continuada, desde menos de 50 céntimos la acción (ajustada a particiones) en diciembre de 1979 a 9 dólares en 1983 —lo que la convertía ya en una 20-bagger—, e incluso si la hubiera comprado al precio de 9 dólares la acción (y resistiera una recaída hasta 5 dólares), seguiría quintuplicando su dinero pues el precio se disparó hasta los 52,87 dólares por acción. Estamos pues ante una 100-bagger desde el punto de partida, de modo que si Houndstooth hubiera invertido

10 000 dólares en los primeros momentos, habría ganado más de un millón de dólares con esa acción.

En términos más realistas, si la señora Houndstooth hubiera invertido en la acción la misma cantidad de 275 dólares que había destinado al armario ropero, tal vez esa minúscula inversión hubiera podido pagar la matrícula de un trimestre de la universidad de su hija.

Sin embargo, nuestro Inversor Designado, que disponía de todo el tiempo del mundo para invertir en The Limited incluso después de vender Winchester, siguió sin atender la gran pista que le había dado su esposa. Para entonces había cuatrocientas tiendas Limited en todo el país, la mayoría de ellas atestadas de clientes, pero Houndstooth estaba demasiado ocupado para darse cuenta. Estaba siguiendo la pista de Boon Pickens en Mesa Petroleum.

Hacia finales de 1987, probablemente justo antes del bache de los 508 puntos, la familia Houndstooth descubre finalmente que The Limited está en la lista de compra de su casa de bolsa. Es más, han salido artículos prometedores en tres revistas distintas, la acción se ha convertido en una de las preferidas de las grandes instituciones y hay treinta analistas siguiéndole la pista. Al Inversor Designado se le ocurre que es una compra sólida y respetable.

—Es gracioso —le murmura un día a su mujer—. ¿Recuerdas aquella tienda que tanto te gusta, The Limited? Resulta que cotiza en bolsa. Eso significa que podemos comprar acciones. Parece que son una muy buena inversión, a juzgar por el documental especial que acabo de ver en la PBS. Oí decir que Forbes sacó incluso una noticia de portada sobre ellos. En fin, el dinero listo no se cansa de comprarla. Tiene que valer por lo menos un par de miles del fondo de pensiones.

—¿Todavía nos quedan un par de miles en el fondo de pensiones? —pregunta la escéptica Henrietta.

—Por supuesto —alardea el Inversor Designado—. Y pronto serán más, gracias a tu tienda preferida.

—Pero es que ya no compro en The Limited —dice Henrietta—. La ropa es demasiado cara y menos original. Puedes encontrar lo mismo en otras tiendas.

—¿Qué tiene eso que ver con lo que estoy diciendo? —brama nuestro Inversor Designado—. No estoy hablando de ir de compras. Estoy hablando de invertir.

Houndstooth compra las acciones a 50 dólares, cerca del máximo absoluto de 19 687. Pronto el precio empieza a caer, hasta los 16 dólares, y él vende en algún punto a medio camino, nuevamente satisfecho de haber limitado sus pérdidas.

### **¿Esta empresa cotiza en bolsa?**

Bueno soy yo para criticar a Houndstooth por perderse la oportunidad de The Limited. Yo tampoco compré ninguna acción mientras subían, y mi esposa vio las mismas colas en el centro comercial que la suya. Yo también compré The Limited

cuando empezó a correr la voz y los fundamentales habían comenzado a deteriorarse, y sigo manteniendo la acción a pérdida.

De hecho, podría llenar varias páginas con las 10-baggers que me he perdido, y más adelante en el libro saldrán algunos tristes ejemplos. Cuando se trata de ignorar oportunidades prometedoras, soy tan bueno como cualquier otro. En cierto momento estuve de pie sobre la mejor jugada del siglo, el circuito de golf de Peeble Beach, y no se me pasó por la cabeza preguntar si la empresa cotizaba en bolsa. Estaba demasiado ocupado preguntando la distancia entre los puntos de salida y los *greens*.

Por fortuna, hay suficientes 10-baggers por ahí como para que ambos podamos perdernos la mayoría de ellos y seguir dando con unos cuantos. En una gran cartera como la mía necesito dar con varios antes de que tengan un impacto apreciable. En una cartera pequeña como la suya, bastaría con uno.

Por otro lado, lo bonito de invertir en empresas que conocemos como L'eggs o Dunkin' Donuts es que cuando nos ponemos las medias o tomamos un sorbo de café, estamos realizando la clase de análisis fundamental que los analistas de Wall Street cobran por hacer. Visitar tiendas y probar productos es una parte crucial del trabajo de un analista.

A lo largo de una vida de comprar coches o cámaras, uno desarrolla una cierta noción de lo que es bueno y lo que no, de lo que vende y lo que no. Si usted no sabe nada sobre coches, sabrá algo sobre otra cosa, y lo más importante de todo es si lo sabe antes que Wall Street. ¿Por qué esperar a que el experto en restauración de Merrill Lynch recomiende Dunkin' Donuts cuando usted ya ha visto cómo abrían ocho nuevas franquicias en su zona? El analista de restauración de Merrill Lynch no descubrirá Dunkin' Donuts (por razones que pronto explicaré) hasta que la acción haya quintuplicado su valor, de 2 dólares a 10 dólares, y usted lo descubrió cuando valía 2.

## Compilar el gigahercio

Por alguna razón, entre los inversores aficionados no está bien visto conducir por la ciudad comiendo donuts como primera fase de una investigación sobre valores. La gente parece sentirse más cómoda invirtiendo en algo de lo que no saben absolutamente nada. Parece haber una regla no escrita en Wall Street: si no lo entiendes, entonces invierte en ello los ahorros de toda tu vida. Olvídate de la empresa de la esquina, que puede por lo menos ser observada, y busca aquella que fabrica un producto incomprensible.

Precisamente hace pocos días tuve noticia de una oportunidad de este tipo. Según un informe que alguien dejó sobre mi mesa, era una fantástica oportunidad para invertir en una empresa que fabrica «una S-Ram de un megabit, C-mos (semiconductor complementario de óxido de metal); risc (ordenador con conjunto de instrucciones reducidas) bipolar, punto flotante, procesador de matrices I/O,

compilador optimizador, memoria de doble puerto de 16 bytes, sistema operativo unix, transmisor de polisilicona de un megaflop Whetstone, banda ancha de alta capacidad, seis gigahercios, protocolo de comunicación de doble metalización, retrocompatibilidad asíncrona, arquitectura de bus de periféricos, memoria intercalada de 4 vías y capacidad de 15 nanosegundos».

Compile mi gigahercio y transmita mi megaflop si usted es capaz de decir si eso es un chip de memoria que va como un tiro o un trasto que no sirve para nada, por más que le llame su bróker recomendándolo como la oportunidad de la década para ganar incontables nanodólares.

### **Una plaga en el huerto de las coles**

Así pues, ¿se trata de comprar acciones de todas las franquicias de comida rápida, de todos los negocios con un producto de moda, o de todas las empresas cotizadas en bolsa que tengan un local en el centro comercial de su barrio? Si fuera tan sencillo, yo no habría perdido dinero en Bildner's, el 7-Eleven para *yuppies* que había frente a mi oficina. Debería haberme concentrado en los bocadillos y olvidarme de las acciones, cincuenta de las cuales apenas me habrían servido para comprar uno de atún. Más adelante volveré sobre esta cuestión.

¿Y qué decir de Coleco? El hecho de que la muñeca Cabbage Patch<sup>[12]</sup> fuera el juguete más vendido del siglo no significa que pudiera salvar a una empresa mediocre con un mal balance, y por más que las acciones subieran como la espuma durante un año o dos, impulsadas primero por los videojuegos domésticos y luego por la fiebre de Cabbage Patch, al final terminó cayendo desde su máximo de 65 dólares en 1983 hasta 1¾ dólares hace poco, cuando la empresa fue a concurso de acreedores y finalmente a liquidación en 1988.

Encontrar una empresa prometedora es solo el primer paso. El siguiente es hacer el trabajo de investigación. El trabajo de investigación es lo que te ayuda a distinguir Toys "R" Us de Coleco, Apple Computer de Televideo, o Piedmont Airlines de People Express. Ahora que lo digo, desearía haber hecho más trabajo de este tipo con People Express. Tal vez entonces no habría comprado esa acción.

A pesar de todos mis errores, en mis doce años al frente de Fidelity Magellan el valor de la acción se ha multiplicado por veinte, en parte gracias a algunas de esas acciones poco conocidas y apreciadas que he ido descubriendo e investigando por mi cuenta. Tengo la convicción de que cualquier inversor puede beneficiarse de las mismas tácticas que yo he empleado. No es muy difícil ser más listo que el dinero listo, el cual, como he dicho ya, no siempre lo es tanto.

Este libro se divide en tres partes. La primera, «Prepararse para Invertir» (capítulos 1 a 5), trata acerca de cómo saber si usted es un buen inversor, cómo tomar la medida de la competencia (gestores de fondos, inversores institucionales y otros expertos de

Wall Street), cómo evaluar si las acciones son más arriesgadas que los bonos, cómo determinar sus necesidades financieras y cómo desarrollar una buena rutina de trabajo. La segunda, «Escoger a las ganadoras» (capítulos 6 a 15) trata acerca de cómo encontrar las oportunidades más prometedoras, qué buscar y qué evitar en una empresa, cómo sacar el máximo partido de los brókers, los informes anuales y otros recursos, y qué hacer con los diversos números (ratio PER, valor en libros, *cash flow*) que aparecen en las evaluaciones técnicas de las acciones. La tercera, «La visión a largo plazo» (capítulos 16 a 20) trata acerca de cómo diseñar una cartera, cómo realizar un seguimiento de las empresas que te interesan, cuándo comprar y cuándo vender, las locuras de las opciones y los futuros, y algunas observaciones generales acerca del estado de salud de Wall Street, la empresa norteamericana y la bolsa: cosas que he advertido en los veintitantes años que llevo en el mundo de la inversión.

## PARTE I.

### Prepararse para invertir

*Antes de pensar siquiera en comprar acciones, es preciso que usted tome algunas decisiones básicas sobre el mercado, sobre su grado de confianza en las empresas del país, sobre su necesidad de invertir en acciones y sobre lo que espera obtener de ellas, sobre si es usted un inversor a corto o a largo plazo, y sobre cómo reaccionará ante caídas fuertes e inesperadas de los precios. Es bueno que defina sus objetivos y clarifique sus actitudes (¿creo realmente que las acciones tienen más riesgo que los bonos?) antes de empezar, pues una persona indecisa y sin convicción es una víctima potencial del mercado, la clase de persona que abandona toda esperanza y buen sentido en el peor momento y vende a pérdida. Lo que distingue al inversor de éxito del perdedor crónico es tanto la preparación personal como el conocimiento y el trabajo de investigación. En último término, lo que determina el destino del inversor no es el mercado de acciones ni tampoco las empresas. Es el propio inversor.*

## Cómo se hace el inversor

No hay tal cosa como un don innato para invertir. Por más que algunos quieran echar la culpa de sus pérdidas a algún defecto hereditario suyo y crean que otros han nacido para invertir, mi propia historia personal refuta esta idea. No había ninguna cinta de teleimpresora sobre mi cuna ni me salieron los dientes viendo las páginas de bolsa, a diferencia de lo que supuestamente le ocurrió al precoz Pelé con el balón. Hasta donde sé, mi padre nunca cambió la ruta de su paseo habitual para consultar el precio de General Motors, y mi madre no preguntó por el dividendo de AT&T entre sus contracciones.

Solo retrospectivamente puedo informar de que el índice industrial del Dow Jones estaba en rojo el 19 de enero de 1944, el día que nací, y bajó aún más durante la semana que pasé en el hospital. Aunque no tenía manera de saberlo en el momento, aquel fue el primer ejemplo de la Ley de Lynch. Estrechamente relacionada con el Principio de Peter, la Ley de Lynch afirma lo siguiente: siempre que Lynch avanza, el mercado retrocede. (La última demostración de la ley tuvo lugar el verano de 1987: justo después de llegar a un acuerdo con el editor para producir este libro y por lo tanto un punto álgido en mi carrera, el mercado perdió 1000 puntos en dos meses. Me lo pensaré dos veces antes de intentar vender los derechos de la película).

La mayoría de mis familiares desconfiaban de la bolsa, y por buenos motivos. Mi madre era la más pequeña de siete hijos, lo que significaba que mis tíos y tías eran lo bastante mayores como para haber llegado a la edad adulta durante la Gran Depresión, y disponer por tanto de una experiencia de primera mano del crac del 29. Nadie iba recomendando acciones por nuestra casa.

La única compra de acciones de la que tuve noticia en aquella época fue la adquisición de Cities Service por parte de mi abuelo, Gene Griffin. Mi abuelo era un inversor muy conservador, y escogió Cities Service porque pensaba que era una empresa relacionada con el agua. Cuando viajó a Nueva York y descubrió que era una empresa petrolera, vendió inmediatamente sus acciones. Después de eso el valor de las acciones de Cities Service se multiplicó por cincuenta.

La desconfianza hacia la bolsa era la actitud predominante en Estados Unidos durante los años cincuenta y sesenta, período durante el cual el mercado primero triplicó y luego duplicó su valor. El mayor mercado alcista de la historia fue este periodo de mi infancia, y no los años ochenta, pero de escuchar a mis tíos uno pensaría que se trataba de una partida de trileros en un callejón trasero. «No te metas nunca en bolsa —advertía la gente—. Es demasiado arriesgado. Perderás todo tu dinero».

Visto en retrospectiva, había menos riesgo de perder todo tu dinero en la bolsa de

los años cincuenta que en ningún otro momento previo o posterior. Esto me enseñó no solo lo difícil que es predecir la evolución de los mercados, sino también que los pequeños inversores tienden a ser pesimistas y optimistas en los momentos equivocados, de modo que no se consigue nada intentando invertir en los buenos momentos y salir del mercado en los malos.

Mi padre, un hombre trabajador que fue primero profesor de matemáticas para luego dejar la academia y convertirse en el auditor senior más joven de John Hancock, enfermó cuando yo tenía siete años y murió de cáncer cerebral cuando yo tenía diez. Esta tragedia supuso que mi madre se viera en la necesidad de trabajar (en Ludlow Manufacturing, más tarde adquirida por Tyco Labs), y yo decidí ayudarla tomando un trabajo a tiempo parcial. A los once años fui contratado como *caddie*. Fue el 7 de julio de 1955, un día en que el Dow Jones cayó de 467 a 460.

Para un niño de once años que ya ha descubierto el golf, hacer de *caddie* era el trabajo ideal. Me pagaban por pasear por un campo de golf. En una sola tarde ganaba más dinero que otros niños repartiendo periódicos por los jardines de las casas a las seis de la mañana durante siete días seguidos. ¿Qué podía ser mejor que eso?

En el instituto comencé a comprender otras ventajas más sutiles pero más importantes del trabajo de *caddie*, sobre todo en un club tan exclusivo como el Brae Burn, situado en las afueras de Boston. Mis clientes eran los presidentes y los consejeros delegados de grandes compañías: Gillette, Polaroid y, lo que resultó ser más importante para mí, Fidelity. Mientras ayudaba a D. George Sullivan a encontrar su bola, me estaba ayudando a mí mismo a encontrar una carrera. No soy el único *caddie* que ha descubierto que el camino más rápido a la sala de juntas pasa por el vestuario de un club como el Brae Burn.

Si uno quería formación en el mundo de la bolsa, un campo de golf era el mejor lugar donde obtenerla después del *parquet* de una bolsa importante. Los miembros del club tenían tendencia a describir con entusiasmo su última inversión ganadora, sobre todo después de fallar un *drive*. En una sola ronda podía dar cinco consejos golfísticos y obtener a cambio cinco consejos bolsísticos.

Aunque yo no tenía dinero para invertir siguiendo esos consejos, las historias de éxito que oía en las calles del campo hicieron que me replanteara la opinión familiar de que la bolsa es un lugar donde se pierde dinero. Muchos de mis clientes parecían haber ganado dinero en la bolsa, e incluso llegaron hasta mí algunas pruebas positivas de ello.

Un *caddie* pronto aprende a dividir a sus jugadores según un sistema de castas, desde los semidioses (buenos jugadores, buenas personas, buenas propinas), un caso más bien raro, pasando por los jugadores mediocres que dan propinas mediocres hasta llegar a lo más bajo de todo: mal jugador, mala persona, mala propina (un apestado temido por todos). En general me encontraba con jugadores y gastadores de nivel medio, pero si había que elegir entre hacer una mala ronda con un jugador que daba grandes propinas, o una ronda memorable con mala propina, aprendí a elegir lo

primero. Mi trabajo como *caddie* sirvió para reforzar la idea de que tener dinero es bueno.

Seguí trabajando de *caddie* durante la escuela secundaria y en el Boston College, donde conté con la ayuda de una «Francis Ouimet Caddy Scholarship» para pagar las facturas. En la universidad evité siempre que pude las ciencias, las matemáticas y la contabilidad: las materias habituales de preparación para los negocios. Yo iba más bien por el lado de las artes, y además de historia, psicología y ciencia política, también estudié metafísica, epistemología, lógica, religión y filosofía griega antigua.

Cuando lo pienso ahora me doy cuenta de que la historia y la filosofía son una preparación mucho mejor para la bolsa que, pongamos, la estadística. Invertir en bolsa es un arte, no una ciencia, y la gente que se ha formado para cuantificarlo todo rígidamente tiene una gran desventaja. Si fuera posible cuantificar la selección de acciones, bastaría con alquilar algo de tiempo en el ordenador Cray más cercano para hacer una fortuna. Pero no funciona así. Todas las matemáticas que se necesitan en la bolsa (Chrysler tiene 1000 millones de dólares en efectivo, 500 millones en deuda a largo plazo, etc.) se dan en cuarto curso.

La materia que más me ha ayudado a invertir es la lógica, aunque solo sea porque me ha enseñado a reconocer la peculiar falta de lógica de Wall Street. De hecho, Wall Street piensa exactamente como lo hacían los griegos. Los griegos antiguos se pasaban días y días sentados debatiendo cuántos dientes tiene un caballo. Pensaban que podían establecerlo ahí sentados, sin ir a comprobarlo con un caballo. Muchos inversores se sientan y debaten si una acción va a subir, como si una musa financiera fuera a darles la respuesta, en lugar de ir a comprobarlo en la empresa.

En siglos pretéritos, algunas personas que oían el canto del gallo a la salida del sol decidieron que era el canto lo que causaba la salida del sol. Hoy parece una tontería, pero los expertos de Wall Street confunden diariamente causa y efecto al ofrecer alguna nueva explicación de por qué sube el mercado: las faldas se han acortado, una cierta conferencia ha ganado la Super Bowl, los japoneses no están contentos, la tendencia se ha roto, los republicanos ganarán las elecciones, las acciones están «sobrevendidas», etc. Cuando escucho historias de este tipo, siempre me acuerdo del gallo.

En 1963, cuando estaba en segundo curso de la universidad, hice mi primera inversión en acciones: Flying Tiger Airlines, por 7 dólares la acción. Entre mi trabajo de *caddie* y la beca tenía cubiertos los costes de matrícula, el hecho de vivir en casa reducía mis demás gastos, y ya había dado el salto de un coche de 85 dólares a otro de 150. Después de todos los consejos que me había tenido que perder, ¡finalmente era lo bastante rico para invertir!

Flying Tiger no fue ninguna apuesta a ciegas. Lo elegí tras una esforzada investigación realizada sobre la base de una premisa equivocada. En una de mis clases había leído un artículo sobre el prometedor futuro del transporte aéreo de mercancías, y el artículo mencionaba que Flying Tiger era una compañía que se

dedicaba a eso. Esa es la razón por la que compré las acciones, no la razón por la que subieron. Subieron porque entramos en la guerra de Vietnam y Flying Tiger hizo una fortuna llevando y trayendo tropas y cargamentos a través del Pacífico.

En menos de dos años Flying Tiger llegó a los 32¾ dólares y tenía mi primer 5-bagger. Poco a poco fui vendiendo las acciones para pagar los estudios de posgrado. Fui a Wharton gracias a una beca parcial Flying Tiger.

Si tu primera inversión es tan importante para tu futuro financiero como tu primer amor para tu futuro sentimental, entonces la elección de Flying Tiger fue un gran golpe de suerte. Me demostró que existían las multi-baggers, y yo estaba seguro de que podía encontrar más en el mismo sitio donde había encontrado esta.

Durante mi último año en el Boston College me presenté para unas prácticas de verano en Fidelity, a sugerencia del señor Sullivan, el presidente (jugador desastroso, gran tipo y generoso con las propinas, una de las personas para las que había hecho de *caddie*). Fidelity era sinónimo del New York Yacht Club, del Augusta National, del Carnegie Hall y del Kentucky Derby. Era el Cluny de las sociedades de inversión, e igual que los monjes medievales estaban orgullosos de ingresar en aquella gran abadía, ¿qué devoto de los balances no soñaba con trabajar allí? Aquel verano había cien solicitudes para tres puestos.

Fidelity había hecho un trabajo tan magnífico vendiendo América a los fondos de inversión que incluso mi madre estaba invirtiendo 100 dólares al mes en Fidelity Capital. Aquel fondo, gestionado por Gerry Tsai, fue uno de los dos fondos más célebres y dinámicos de aquella célebre y dinámica época. El otro era Fidelity Trend, gestionado por Edward C. Johnson III, también conocido como Ned. Ned Johnson era hijo del legendario Deward C. Johnson II, también conocido como Míster Johnson, fundador de la sociedad.

Tanto el Fidelity Trend de Ned Johnson como el Fidelity Capital de Gerry Tsai le llevaban una gran ventaja a la competencia y fueron la envidia del sector de 1958 a 1965. Con el apoyo y los consejos de gente como aquella, creía entender lo que Isaac Newton pensaba cuando dijo: «Si he visto más lejos que otros... ha sido gracias a que me he encaramado a hombros de gigantes».

Mucho antes de los grandes logros de Ned, su padre, Míster Johnson, había cambiado la actitud del país hacia la bolsa. Míster Johnson creía que uno invierte en acciones no para conservar su capital sino para ganar dinero. Y luego uno recoge sus beneficios e invierte en más acciones, para ganar aún más dinero. «Las acciones en las que inviertes son como esposas que te tienen pillado», decía el muy citable Míster Johnson. No habría ganado ningún premio de la revista Ms.<sup>[13]</sup> por el comentario.

Fue una gran emoción para mí que me contrataran en Fidelity, y también que me instalaran en la vieja oficina de Gerry Tsai, después de que Tsai se fuera al Manhattan Fund de Nueva York. Como la Ley de Lynch habría predicho, el Dow Jones estaba en 925 puntos cuando entré a trabajar la primera semana de mayo de 1966, y para cuando volví a la escuela de posgrado en septiembre se encontraba por debajo de 800.

## El *random walk*<sup>[14]</sup> y el azúcar de Maine

A los estudiantes en prácticas como yo, sin ninguna experiencia en finanzas o en contabilidad, nos ponían a analizar empresas y a escribir informes igual que los analistas profesionales. De golpe aquel negocio intimidador perdió toda su aura de misterio: incluso un licenciado en humanidades podía analizar un activo. Fui asignado al sector del papel y la edición y me mandaron por todo el país a visitar empresas como Sorg Paper e International Textbook. Puesto que las compañías aéreas estaban en huelga, viajaba en autobús. Al final del verano la empresa que mejor conocía era Greyhound<sup>[15]</sup>.

Después de aquel interludio en Fidelity, regresé a Wharton para mi segundo año de posgrado, más escéptico que nunca acerca del valor de la teoría académica sobre la bolsa. Me parecía que la mayor parte de lo que aprendía en Wharton, que supuestamente debía ayudarme a triunfar en el negocio de la inversión, solo podía ayudarme a fracasar. Estudiaba estadística, cálculo avanzado y análisis cuantitativo. El análisis cuantitativo me enseñaba que las cosas que ocurrían en Fidelity no podían estar ocurriendo realmente.

También me resultaba difícil integrar la hipótesis del mercado eficiente (según la cual toda la información es «conocida» en el mercado de valores y los precios son siempre «racionales») con la hipótesis del *random walk* (según la cual las subidas y bajadas del mercado son irracionales y enteramente impredecibles). Había visto ya suficientes fluctuaciones extrañas como para dudar de la parte racional del asunto, y el éxito de los excelentes gestores de Fidelity estaba lejos de ser impredecible.

También era evidente que los profesores de Wharton que creían en el análisis cuantitativo y en el *random walk* no tenían tanto éxito como mis nuevos colegas de Fidelity, de modo que puestos a escoger entre la teoría y la práctica, me puse del lado de la segunda. Resulta muy difícil suscribir la popular teoría académica de que el mercado es irracional cuando conoces a alguien que ha multiplicado por veinte su inversión en Kentucky Fried Chicken, y que además explicó anticipadamente por qué aquella acción iba a subir. Mi desconfianza hacia los teóricos y los pronosticadores sigue viva desde entonces.

Algunos de los cursos que se impartían en Wharton resultaban útiles, pero aunque no fuera así la experiencia habría merecido la pena, porque fue en aquel campus donde conocí a Carolyn. (Nos casamos mientras yo estaba en el Ejército, el 11 de mayo de 1968, un sábado en que el mercado estaba cerrado, y tuvimos una luna de miel de toda una semana durante la cual el Dow Jones perdió 13,93 puntos. No es que yo estuviera pendiente de eso; es algo que comprobé después).

Al término de mi segundo año en Wharton, volví al Ejército para realizar mis dos años obligatorios de servicio en el programa ROTC. De 1967 a 1969 fui teniente de artillería y me destinaron primero a Texas y luego a Corea (un destino reconfortante teniendo en cuenta cuál era la alternativa). Los tenientes de artillería terminaban

generalmente en Vietnam. El único punto negativo de Corea era que estaba muy lejos de la bolsa, pues hasta donde yo sabía no había bolsa en Seúl. Ya entonces empezaba a sufrir síndrome de abstinencia de Wall Street.

Trataba de compensar el tiempo perdido durante mis infrecuentes permisos, que aprovechaba para regresar corriendo a casa y comprar las acciones que mis amigos y colegas me recomendaban. En general se trataba de valores que habían dado un gran rendimiento y aún seguían subiendo, aunque a mis ojos parecían apuestas conservadoras que a menudo salían mal. Es cierto que gané algún dinero con Ranger Oil, pero perdí más con Maine Sugar, una apuesta segura que salió rana.

La gente de Maine Sugar había hablado con todos los agricultores de patatas de Maine para convencerles de que cultivaran remolacha azucarera fuera de temporada. La idea sería tremadamente provechosa para Maine Sugar, y no digamos ya para los agricultores de Maine. Al plantar remolacha azucarera —el cultivo complementario perfecto de las patatas— los agricultores ganarían un dinero extra y revitalizarían el suelo al mismo tiempo. Es más, Maine Sugar se hacía cargo de la factura del cultivo de la remolacha. Los agricultores solo tenían que llevar la cosecha hasta una nueva e inmensa refinería que Maine Sugar acababa de construir.

El problema era que estamos hablando de granjeros de Maine, y los granjeros de Maine son personas extremadamente cautelosas. En lugar de plantar cientos de acres de remolacha azucarera, el primer año hicieron la prueba con un cuarto de acre, y cuando vieron que iba bien subieron a medio acre, y para cuando llegaron al acre entero la refinería estaba cerrada por falta de actividad y Maine Sugar había quebrado. La acción cayó hasta seis centavos, de modo que con una acción podías comprar seis chicles en una máquina de Lions Club.

Tras el fiasco de Maine Sugar me juré no volver a comprar nada que dependiera de que los granjeros de Maine se lanzaran tras el dinero fácil.

Regresé de Corea en 1969, volví a entrar en Fidelity como empleado permanente y analista de investigación, y la bolsa no tardó en desplomarse. (Tomen nota los teóricos de la Ley de Lynch). En junio de 1974 fui promovido de director asistente de investigación a director de investigación, y el Dow Jones perdió 250 puntos en los siguientes tres meses. En mayo de 1977 me puse al frente del fondo de Fidelity Magellan. El mercado aguantó en 899 pero rápidamente empezó un descenso continuado de cinco meses que lo dejó en 801.

Fidelity Magellan tenía 20 millones de dólares en activos. Solo había 40 acciones en la cartera, y Ned Johnson, el hombre que estaba al frente de Fidelity, me recomendaba que redujera ese número a 25. Yo escuché educadamente su consejo y luego elevé el número a 60 acciones, seis meses después a 100, y poco después a 150. No lo hice por llevar la contraria. Lo hice porque cuando veía una ganga no podía evitar comprarla, y en aquellos días había gangas por todas partes.

Ned Johnson me observaba desde la distancia con mentalidad abierta y me animaba a seguir adelante. Nuestros métodos eran distintos, pero eso no le impedía

aceptar el mío (por lo menos mientras los resultados fueran buenos).

Mi cartera siguió creciendo, hasta el punto de que llegué a tener 150 acciones solo de S&L. En lugar de quedarme con un par de S&L, las compraba todas (por supuesto, después de confirmar que cada una era una inversión prometedora en sí misma). No tenía suficiente con invertir en una sola cadena de tiendas de conveniencia<sup>[16]</sup>. Además de Southland, la matriz de 7-Eleven, no pude resistirme a comprar Cicle K, National Convenience, Shop and Go, Hop-In Foods, Fairmont Foods y Sunshine Junior, por mencionar solo unas cuantas. Comprar cientos de acciones no era ciertamente la idea que tenía Ned Johnson de cómo llevar un fondo de inversión, pero todavía estoy aquí.

Pronto empezaron a conocerme como el Will Rogers de las acciones, el hombre que nunca le hacía ascos a una acción. Siempre están bromeando sobre eso en *Barron's* (¿puedes decirme una acción que no esté en la cartera de Lynch?). Teniendo en cuenta que en mi cartera hay 1400 acciones en este momento, supongo que llevan algo de razón. Ciertamente, puedo citar muchas acciones que desearía que no estuvieran en ella.

Sea como sea, los activos de Fidelity Magellan han aumentado entretanto de valor hasta los 9000 millones de dólares, un tamaño equivalente al producto interior bruto de media Grecia. En términos de retorno sobre la inversión, Fidelity Magellan lo ha hecho mucho mejor que Grecia en los últimos once años, aunque Grecia tiene un historial envidiable en los 2500 anteriores.

En cuanto a Will Rogers, le daría el mejor consejo que jamás se haya dado sobre bolsa: «No apuestes a ciegas; toma todos tus ahorros, compra una buena acción y manténla hasta que suba, luego véndela. Si no sube, no la compres».

## Los oxímoros de Wall Street

Me gustaría hacer una aportación a la lista de los oxímoros más famosos como: inteligencia militar, profesor erudito, silencio ensordecedor y gamba jumbo: «inversor profesional». Es importante que los aficionados vean la profesión con el debido escepticismo. De este modo por lo menos sabrán con quién se las tienen. Considerando que el 70 por ciento de las acciones de las grandes empresas están en manos de instituciones, es cada vez más probable que usted se encuentre compitiendo con oxímoros al comprar o vender acciones. Es toda una suerte para usted. Si tenemos en cuenta las numerosas barreras culturales, legales y sociales que lastran a los inversores profesionales —muchas de ellas creadas por nosotros mismos—, resulta asombroso lo que hemos logrado hacer como grupo.

Por supuesto, no todos los profesionales son oximorónicos. Hay grandes gestores de fondos, gestores innovadores, y también gestores inconformistas, que invierten en lo que les da la gana. John Templeton es uno de los mejores. Es un pionero del mercado global, uno de los primeros en ganar dinero por todo el mundo. Sus accionistas evitaron el colapso de 1972-1974 en Estados Unidos gracias a que habían colocado sabiamente la mayoría de sus activos en las bolsas japonesa y canadiense. Y no solo eso, también fue uno de los primeros en aprovecharse del hecho de que el Dow Jones japonés (el índice Nikkei) multiplicó su valor por diecisiete entre 1966 y 1988, mientras que el Dow Jones solo lo dobló.

El desaparecido Max Heine de Mutual Shares era otro inversor ingenioso y con ideas propias. Su protegido, Michael Price, que se hizo cargo del fondo a su muerte, ha continuado la tradición de comprar empresas ricas en activos a cincuenta centavos el dólar y luego esperar a que el mercado pague el resto. Ha hecho un trabajo estupendo. John Neff es un brillante inversor en valores caídos en desgracia, y siempre está alerta por si aparece alguno. Ken Heebner de Loomis-Sayles también se mantiene alerta, y sus resultados han sido notables.

Peter DeRoeth es otro amigo que lo ha hecho tremadamente bien con valores pequeños. DeRoeth es un graduado de la Harvard Law School que desarrolló una pasión incurable por los valores. Fue él quien me llamó la atención sobre Toys “R” Us. El secreto de su éxito es que nunca fue a la escuela de negocios: imaginan todas las lecciones que no ha tenido que desaprender.

George Soros y Jimmy Rogers ganaron sus millones tomando posiciones esotéricas que no podría ni empezar a explicarles: apostar a corto contra el oro, comprar *puts*, cubrir bonos australianos. Y Warren Buffett, el mejor inversor de todos los tiempos, busca la misma clase de oportunidades que yo, solo que cuando las encuentra, compra la empresa entera.

Estas notables excepciones quedan largamente superadas por los gestores de fondos normales y corrientes, los gestores aburridos, los gestores comatosos, los gestores aduladores, los gestores tímidos y una larga lista de seguidores, carcas y copiones perdidos en una maraña de regulaciones.

Es importante comprender la mentalidad de la gente que trabaja en nuestro negocio. Todos leemos los mismos periódicos y revistas, y escuchamos a los mismos economistas. Somos un grupo bastante homogéneo, en realidad. No hay muchos entre nosotros que hayan llegado directamente de la playa. Me sorprendería saber que alguien sin el bachillerato dirige un fondo de inversión. También dudo que haya ningún exsurfero ni ningún exconductor de camiones.

No encontrará a muchos adolescentes de buena presencia entre los nuestros. Mi esposa estuvo investigando una vez la popular teoría de que los grandes inventos y las grandes ideas surgen antes de los treinta años. Por otro lado, puesto que tengo cuarenta y cinco y sigo dirigiendo Fidelity Magellan, tengo el mayor interés en asegurar que las grandes inversiones no tienen nada que ver con la juventud; y que el inversor de mediana edad que ha conocido mercados de diversas clases puede llevar incluso ventaja al joven que no los ha conocido.

Sin embargo, dado que la gran mayoría de los gestores de fondos están en su madurez, no hay opción de que se manifieste el genio potencial de los extremos anterior y posterior del espectro de edades.

### Street lag<sup>[17]</sup>

Cada vez que descubría algún valor realmente espectacular, sus virtudes resultaban tan evidentes que de 100 profesionales que hubieran tenido la posibilidad de añadirlo a sus carteras, estoy convencido de que 99 lo habrían hecho. Pero por razones que expondré a continuación, no podían. Simplemente hay demasiados obstáculos entre ellos y las 10-baggers.

Bajo el sistema actual, un valor no es auténticamente atractivo hasta que un cierto número de instituciones importantes han reconocido su validez y un número igual de analistas respetados de Wall Street (los investigadores que estudian los diversos sectores y empresas) lo han puesto en su lista de recomendaciones. Con tanta gente esperando a que otros den el primer paso, es asombroso que se termine comprando algo en absoluto.

The Limited es un buen ejemplo de lo que llamo Street lag. Cuando la empresa salió a bolsa en 1969, era prácticamente desconocida para las grandes instituciones y analistas. La emisión iba suscrita por una pequeña firma llamada Vercoe & Co., con sede en Columbus (Ohio), donde también están los cuarteles generales de The Limited. Peter Halliday, compañero de instituto del presidente de Limited, Leslie Wexner, era en aquel momento el director de ventas de Vercoe. Halliday atribuyó el desinterés de Wall Street al hecho de que Columbus (Ohio), no era exactamente La

Meca del mundo empresarial en aquel momento.

Tan solo una analista (Susie Holmes de White, Weld) siguió la empresa durante un par de años antes de que una segunda analista, Maggie Gilliam de First Boston, tomara nota oficialmente de la existencia de The Limited en 1974. Tal vez ni Maggie Gilliam lo hubiera descubierto si no se hubiera topado con una tienda de The Limited en el centro comercial de Woodfield, Chicago, durante una emergencia por tormenta de nieve en el aeropuerto O'Hare. Dice mucho en su favor que hiciera uso de la ventaja del aficionado.

La primera institución que compró acciones de The Limited fue el T. Rowe Price New Horizons Fund, en verano de 1975. Para entonces había un centenar de tiendas Limited por todo el país. Miles de compradores con buen ojo habían iniciado su propio seguimiento a estas alturas. Sin embargo, en 1979 solo dos instituciones tenían Limited en cartera, lo que suponía un 0,6 por ciento de las acciones emitidas. Los empleados y los directivos de la empresa eran los principales tenedores de acciones (lo cual es en general un buen signo, como comentaremos más adelante).

En 1981 había cuatrocientas tiendas Limited funcionando a pleno rendimiento, pero solo seis analistas seguían la acción. Habían pasado siete años desde el descubrimiento de la señora Gilliam. En 1983, cuando la acción alcanzó su máximo intermitente de 9 dólares, los inversores a largo plazo eran ocho veces más que en 1979, cuando las acciones se vendían a 50 céntimos, precio ajustado a particiones.

Sí, ya sé que el precio cayó entonces casi a la mitad, hasta 5 dólares por acción en 1984, pero la empresa seguía yendo bien, lo que daba a los inversores otra oportunidad de comprar. (Como explicaré en capítulos posteriores, si una acción baja pero los fundamentales son positivos, es bueno mantenerla y aún mejor comprar más). No fue hasta 1985, con la acción nuevamente a 15 dólares, cuando los analistas se sumaron a la fiesta. De hecho, uno tras otro empezaron a incluir The Limited en sus listas de compra, y una campaña agresiva de compra institucional contribuyó a montar las acciones en una ola que las llevó hasta los 52,87 dólares, muy por encima de lo que justificaban los fundamentales. Para entonces, había más de treinta analistas siguiendo esta pista (treinta y siete en el momento de escribir estas líneas), y muchos solo habían llegado a tiempo para ver cómo The Limited caía por el precipicio.

Mi funeraria preferida, Service Corporation International, salió a bolsa en 1969. ¡Ni un solo analista le prestó la menor atención durante los diez años siguientes! La empresa hizo grandes esfuerzos para captar la atención de Wall Street, y finalmente consiguió atraer la de un pequeño equipo de inversores llamado Underwood, Neuhaus. Shearson fue la primera correduría importante que se interesó por ellos, ya en 1982. Para entonces la acción era una 5-bagger.

Ciertamente, uno podía más que doblar su inversión otra vez si compraba SCI a 12 dólares la acción en 1983 y vendía al precio máximo de 30,37 dólares en 1987, pero eso no resulta ni de lejos tan excitante como el 40-bagger que uno podía conseguir si invertía en 1978.

Miles de personas debían estar familiarizadas con esta empresa, aunque solo fuera porque habían ido a un funeral, y los fundamentales eran estupendos. Resulta que a los oxímoros de Wall Street les pasó por alto SCI porque los servicios funerarios no encajan en ninguna de las clasificaciones sectoriales estándar. No pertenecía exactamente al sector del ocio, pero tampoco era un producto de consumo duradero.

A lo largo de la década de 1970, mientras Subaru daba sus pasos más ambiciosos, solo tres o cuatro analistas importantes seguían la empresa. Dunkin' Donuts fue un *25-bagger* entre 1977 y 1986, pero solo dos firmas importantes la siguen, incluso a día de hoy. Ninguna estaba interesada en este valor hace cinco años. Solo corredurías regionales como Adams, Harkness, and Hill, en Boston, se enteraron de esta historia de éxito, pero cualquiera podría haber empezado el seguimiento por su cuenta, después de comer los donuts.

Pep Boys, un valor del que volveré a hablar, se vendía por menos de un dólar la acción en 1981 y llegó a los 9,50 dólares antes de que llamara la atención de tres analistas. Stop & Shop subió de 5 dólares a 50 dólares mientras sus analistas subían de uno a cuatro.

Podría seguir, pero pienso que todos hemos pillado la idea. Comparen lo anterior con los 56 analistas que normalmente cubren IBM o los 44 que cubren Exxon.

## Cuatro inspecciones

Quien piense que el profesional medio de Wall Street va en busca de razones para comprar valores excitantes no ha pasado mucho tiempo en Wall Street. El gestor de fondos en general busca razones para *no* comprar valores excitantes, y tener así las excusas adecuadas si resulta que esos valores suben. «Era un valor demasiado pequeño para mí» encabeza una larga lista de excusas, seguida por: «No tenía historial», «Era un sector sin crecimiento», «La dirección estaba por contrastar», «Los empleados están sindicados» y «La competencia los va a aplastar», como cuando dijeron «Stop & Shop no va a levantarse del suelo, los 7-Elevens lo van a aplastar», o «La agencia Rent-A-Car no tiene la menor opción frente a Hertz o Avis». Todo eso son preocupaciones legítimas que merecen una investigación, pero a menudo sirven para reforzar juicios rápidos y tabús genéricos.

Cuando se trata de una cuestión de supervivencia, es raro el profesional que tiene la valentía de traficar con valores desconocidos como La Quinta. De hecho, entre la oportunidad de ganar unos beneficios inusualmente altos con una empresa desconocida y la seguridad de perder solo una cantidad pequeña con una empresa bien asentada, el gestor de fondos, pensiones o carteras corporativas saltará normalmente sobre la segunda. El éxito es importante, pero es más importante aún no quedar en mala posición si la cosa sale mal. Hay una regla no escrita en Wall Street: «Nunca perderás tu trabajo por perder el dinero de tu cliente en IBM».

Si IBM va mal y lo has comprado, tus clientes y tus jefes preguntarán: «¿Pero qué

le pasa a IBM últimamente?». Pero si La Quinta Motor Inns va mal, preguntarán: «¿Pero qué te pasa a ti?». Por eso los gestores de cartera preocupados por su propia seguridad no compran La Quinta Motor Inns cuando solo dos analistas la siguen y se vende a 3 dólares la acción. No compran Wal-Mart cuando la acción se vende a 4 dólares y es una tienda de mala muerte en algún rincón de Arkansas, aunque esté a punto de iniciar su expansión. Compran Wal-Mart cuando tiene un local en cada localidad importante del país, cincuenta analistas siguen la empresa y el presidente de Wal-Mart sale en la revista *People* como el excéntrico multimillonario que va al trabajo en una furgoneta de reparto. Para entonces, la acción se vende a 40 dólares.

La peor forma de seguidismo se practica en los departamentos de fondos de pensiones de los bancos y en las compañías de seguros, donde las acciones se compran y venden sobre la base de listas previamente aprobadas. Nueve de cada diez gestores de pensiones trabajan con esas listas, como forma de autoprotección ante la posible ruina del «rendimiento desigual». El «rendimiento desigual» puede causar muchos problemas, como ilustra el ejemplo siguiente.

Dos presidentes de empresa, Smith y Jones, ambos con fondos de pensiones gestionados por el National Bank de River City, están jugando juntos al golf, como es su costumbre. Mientras esperan su turno de salida, charlan sobre cosas importantes como sus fondos de pensiones, y pronto descubren que mientras que la cuenta de Smith ha subido un 40 por ciento el último año, la de Jones solo ha subido un 28 por ciento. Ambos hombres deberían estar satisfechos, pero Jones está lívido. El lunes a primera hora de la mañana está al teléfono con un responsable del banco, exigiendo saber por qué su dinero ha rendido menos que el de Smith cuando después de todo ambas cuentas son gestionadas por el mismo departamento de gestiones. «Si vuelve a ocurrir —ruge Jones— sacamos nuestro dinero».

Este incómodo problema para el departamento de pensiones se evita fácilmente si los gestores de las diversas cuentas eligen sus acciones del mismo lote previamente aprobado. Haciéndolo así es muy probable que tanto Smith como Jones obtengan el mismo resultado, o al menos que la diferencia no sea lo bastante grande como para que nadie se enfade. El resultado será mediocre casi por definición, pero una mediocridad aceptable resulta mucho más llevadera que el rendimiento desigual.

Otra cosa sería que la lista así aprobada consistiera por ejemplo en treinta acciones inteligentemente seleccionadas, cada una de ellas el resultado del pensamiento independiente de un analista o gestor distinto. En ese caso tal vez se trataría de una cartera dinámica. Pero lo habitual es que cada uno de los valores de la lista deba resultar aceptable para los treinta gestores, y del mismo modo que ningún comité ha producido jamás un gran libro o una gran sinfonía, tampoco seleccionará jamás una gran cartera.

Esto me recuerda un relato de Vonnegut donde se imponen restricciones deliberadas a las personas de gran talento (los buenos bailarines llevan pesas encima, los buenos artistas tienen los dedos atados, etc.) para que no molesten a las menos

talentosas.

También me recuerda esas pequeñas tiras de papel que hay en los bolsillos de las camisas nuevas donde pone «4 inspecciones». El método de las «4 inspecciones» es el mismo que se sigue al seleccionar acciones de una lista. Las personas que supuestamente toman las decisiones apenas saben lo que están aprobando. No visitan empresas ni investigan nuevos productos, simplemente reciben algo por un lado y lo entregan por el otro. Pienso en eso cada vez que me compro una camisa.

No es extraño que los gestores de carteras y de fondos de inversión tiendan a ser remilgados en sus elecciones. La seguridad laboral en la gestión de carteras es similar a la que pueda haber entre los gogos y los entrenadores de fútbol. Y estos últimos por lo menos pueden relajarse entre temporada y temporada. Los gestores de fondos nunca pueden relajarse porque la temporada dura todo el año. Las ganancias y pérdidas se revisan cada tres meses, y tanto los clientes como los jefes exigen resultados inmediatos.

Resulta algo más cómodo trabajar para el público en general, como hago yo, que hacerlo para otros profesionales. Los accionistas de Fidelity Magellan tienden a ser pequeños inversores que tienen perfecta libertad para vender en el momento que prefieran, pero no revisan mi cartera acción por acción para discutir mis decisiones. Pero eso es justamente lo que le ocurre, por ejemplo, al señor Boon Doggle de Blind Trust, el banco contratado para gestionar los fondos de pensiones de White Bread, Inc.

Boon Doggle conoce sus acciones. Lleva siete años gestionando la cartera de Blind Trust, y en ese tiempo ha tomado algunas decisiones realmente inspiradas. Todo cuanto quiere es que le dejen hacer su trabajo. Por otro lado, Sam Flint, vicepresidente de White Bread, también piensa que sabe de acciones y cada tres meses echa una ojeada crítica a las selecciones de Boon Doggle para White Bread. Entre una y otra de estas agotadoras revisiones, Flint llama a Doggle dos veces al día para que le informe. Doggle está tan harto de Flint que desearía no haber oído hablar jamás de él o de White Bread. Se pasa tantas horas hablando con Flint acerca de la selección de acciones que no le queda tiempo para hacer su trabajo.

Los gestores de fondos en general dedican la cuarta parte de su tiempo de trabajo a explicar lo que hacen: primero a sus jefes inmediatos en su propio departamento, y luego a sus jefes últimos, los clientes como Flint de White Bread. Hay una regla no escrita según la cual cuanto mayor es el cliente, más debe hablar el gestor de cartera para tenerle contento. Hay algunas excepciones notables —Ford Motor, Eastman Kodak y Eaton, por mencionar algunos— pero en general es así.

Supongamos que el arrogante Flint encuentra Xerox en la cartera durante la revisión de los últimos resultados de Doggle para el fondo de pensiones. La acción de Xerox se vende en aquel momento a 52 dólares. Flint mira entonces la columna de coste y ve que el fondo compró Xerox a 32 dólares. «Magnífico —elogia Flint—. Yo no lo habría podido hacer mejor».

Lo siguiente que ve Flint es Sears. El precio actual es de 34,87 dólares, mientras que el precio original eran 25. «Excelente», exclama mirando a Doggle. Afortunadamente para Doggle, no se da la fecha de estas compras, de modo que Flint nunca llega a saber que Xerox y Sears llevan en la cartera desde 1967, cuando los pantalones de pata de elefante estaban de moda. Teniendo en cuenta el tiempo que llevan en cartera, el rendimiento de la inversión es peor del que habría dado un fondo del mercado monetario, pero Flint no se da cuenta de eso.

Luego Flint pasa a Seven Oaks International, una de mis preferidas de todos los tiempos. ¿Se ha preguntado alguna vez qué ocurre con todos esos cupones de descuento —quince centavos en *ketchup* Heinz, veinticinco en Windex, etc.— después de que usted los recorte del periódico y los entregue en la caja del restaurante? Pues bien, su restaurante los empaqueta y los envía a las oficinas de Seven Oaks en México, donde montones de cupones son ordenados, procesados y aprobados para su pago, siguiendo un procedimiento muy parecido al que se aplica a los cheques en los bancos de la Reserva Federal. Seven Oaks gana mucho dinero con este aburrido trabajo, y los accionistas reciben una buena compensación por ello. Es exactamente la clase de empresa oscura, aburrida y altamente rentable con un nombre inescrutable que me gusta tener en cartera.

Flint no ha oído hablar jamás de Seven Oaks, y lo único que sabe es lo que ve en el informe: fue comprado por el fondo a 10 dólares la acción, y ahora se vende a 6. «¿Qué es esto? —pregunta Flint—. ¡Ha perdido el 40 por ciento!». Doggle se pasa el resto de la reunión defendiendo este valor. Al cabo de dos o tres episodios similares, jura no volver a comprar fuera del camino más trillado y quedarse con las Xeroxes y las Searses. También decide vender Seven Oaks a la primera oportunidad que se presente para que cualquier recuerdo de ella desaparezca para siempre de su lista.

Al revertir al «pensamiento grupal» y recordarse a sí mismo que es más seguro seguir las selecciones del montón, Doggle olvida las sabias palabras que pronunciaron el dramaturgo Esquilo, el poeta Goethe o Alf, la estrella televisiva del espacio exterior:

Dos son compañía, tres son multitud.  
Cuatro son dos compañías.  
Cinco son una compañía y una multitud.  
Seis son dos multitudes.  
Siete son una multitud y dos compañías.  
Ocho son cuatro compañías o bien dos multitudes y una compañía.  
Nueve son tres multitudes.  
Diez son cinco compañías o bien dos compañías y dos multitudes.

Aunque los fundamentales de Seven Oaks no tengan nada de malo (y no creo que lo tengan porque está en mi cartera) y más tarde se convierta en una *10-bagger*, la cuenta de White Bread venderá el valor porque a Flint no le gusta, la misma razón por la que mantendrá otros valores que debería vender. En nuestro negocio, la venta

indiscriminada de las perdedoras del momento se llama «ocultar las pruebas».

Entre los gestores de cartera más experimentados, la ocultación de pruebas se lleva a cabo de forma tan rápida y eficiente que casi parece haberse convertido en un mecanismo de supervivencia, y probablemente esté tan arraigado que pasará a las generaciones futuras, las cuales lo harán sin ningún tipo de vacilación, del mismo modo que los avestruces han aprendido a ocultar la cabeza en la arena.

Tal como están las cosas, si Boon Doggle no oculta las pruebas a la primera oportunidad perderá su trabajo y toda la cartera pasará a su sucesor, quien procederá a ocultarlas inmediatamente. Cualquier sucesor quiere empezar con sensaciones positivas, lo que significa quedarse con Xerox y eliminar Seven Oaks.

Antes de que se levanten demasiadas voces de protesta entre mis colegas, permítanme elogiar una vez más las notables excepciones. Los departamentos de inversión de muchos bancos regionales fuera de la ciudad de Nueva York llevan mucho tiempo haciendo un gran trabajo. Muchas empresas, sobre todo las de tamaño medio, se han distinguido por la buena gestión del dinero de sus pensiones. Un estudio a nivel nacional revelaría a decenas de excepcionales gestores que trabajan para fondos de seguros, fondos de pensiones y fondos fiduciarios.

## Ostras Rockefeller

Cuando alguna vez los gestores de fondos se deciden a comprar algo excitante (superando todos los obstáculos sociales y políticos), corren el riesgo de topar con diversas normas y reglamentos escritos que se lo impidan. Algunos departamentos bancarios simplemente no permiten la compra de acciones de empresas con presencia sindical. Otros no permiten invertir en sectores que no estén en crecimiento, o en ciertos sectores específicos, como los servicios eléctricos, el petróleo o el acero. A veces la cosa llega al punto de que el gestor no puede comprar acciones de ninguna empresa cuyo nombre empiece por *r*, o solo puede adquirirlas los meses que contienen la letra *r*, una regla que tal vez tenga su origen en la temporada de las ostras.

Cuando las normas en cuestión no proceden del banco o del fondo de inversión, entonces proceden de la SEC. Por ejemplo, la SEC dice que un fondo de inversión como el mío no puede tener en cartera más de un diez por ciento de las acciones de una empresa, ni tampoco podemos invertir más del cinco por ciento de los activos del fondo en un mismo valor.

Todas estas restricciones son bienintencionadas y protegen contra la posibilidad de que un fondo ponga todos sus huevos en la misma cesta (volveré más adelante sobre esta cuestión), y también contra la posibilidad de que un fondo se haga con el control de una empresa al estilo Carl Icahn (también volveré más adelante sobre esta cuestión). El efecto indirecto es que los fondos más grandes se ven obligados a limitarse a las 90 o 100 compañías más grandes, de las 10 000 que cotizan en bolsa.

Pongamos que trabajamos para un fondo de pensiones de 1000 millones de dólares, y para evitar los rendimientos desiguales nos exigen elegir siempre de una lista de 40 valores aprobados, a través del método de las 4 inspecciones. Puesto que solo se nos permite invertir el 5 por ciento de nuestro presupuesto total en cada valor, no nos queda más remedio que comprar por lo menos 20 acciones, con 50 millones invertidos en cada una. Lo máximo que podemos tener son 40 acciones, con 25 millones invertidos en cada una.

En ese caso, debemos encontrar empresas donde 25 millones de dólares compran menos del diez por ciento de las acciones emitidas. Eso deja fuera un montón de oportunidades, en especial las empresas pequeñas de crecimiento rápido que tienden a convertirse en *10-baggers*. Por ejemplo, con estas reglas no podríamos haber comprado Seven Oaks International o Dunkin' Donuts.

Algunos fondos imponen una restricción ulterior relacionada con la capitalización bursátil: no permiten poner en cartera acciones de ninguna empresa con una capitalización inferior a 100 millones de dólares, por ejemplo. (La capitalización se calcula multiplicando el número de acciones emitidas por el precio de venta actual). Una empresa con 20 millones de acciones emitidas que se venden a 1,75 tiene una capitalización bursátil de 35 millones de dólares y no será apta para que el fondo invierta en ella. Pero cuando el precio de la acción se haya triplicado y sea de 5,25 dólares, la misma empresa tendrá una capitalización bursátil de 105 millones de dólares y de golpe será apta. Esto resulta en un extraño fenómeno: los grandes fondos solo pueden comprar acciones de pequeñas compañías cuando las acciones han dejado de ser una ganga.

Así pues, los fondos de pensiones están casados por definición con los ganadores porcentuales, los valores mediocres y los peces gordos del Fortune 500 que raramente dan sorpresas positivas. Están prácticamente obligados a comprar las IBM, las Xerox y las Chrysler, aunque probablemente esperarán para comprar Chrysler a que esté plenamente recuperada y a precio. La muy respetada y competente agencia de gestión de activos Scudder, Stevens and Clark dejó de cubrir Chrysler justo antes de que tocara fondo (3,50 dólares), y no volvió a cubrirla hasta que el valor llegó a los 30 dólares.

Así las cosas, no resulta extraño que muchos gestores de fondos de pensiones no consigan superar la media del mercado. Cuando le pides a un banco que gestione tus inversiones, lo máximo que vas a conseguir en la mayoría de los casos es la mediocridad.

Los fondos de inversión de renta variable como el mío tienen menos restricciones. Yo no tengo que comprar acciones de un menú prefijado, y no tengo a ningún señor Flint mirando por encima de mi hombro. Eso no significa que mis jefes y supervisores de Fidelity no supervisen mi trabajo, me hagan preguntas difíciles y revisen periódicamente mis resultados. Se trata simplemente de que nadie me dice que debo tener Xerox en cartera, o que no puedo tener Seven Oaks.

Mi principal desventaja es el tamaño. Cuanto mayor es el fondo de inversión, más difícil resulta mejorar los resultados de la competencia. Esperar que un fondo de 9000 millones de dólares lo haga mejor que un fondo de 800 millones de dólares es como esperar que Larry Bird lo haga bien con una pesa de dos kilos colgado de la cintura. Los grandes fondos tienen los mismos problemas estructurales que cualquier otra cosa grande: cuanto más grande es algo, más energía hace falta para moverlo.

Sin embargo, incluso con un tamaño de 9000 millones de dólares, Fidelity Magellan ha logrado competir con éxito. Cada año aparece un nuevo agorero diciendo que esto no va a seguir así, y de momento cada año ha seguido. Desde junio de 1985, cuando Magellan se convirtió en el fondo más grande del país, ha superado el rendimiento del 98 por ciento de los fondos de inversión en renta variable.

Debo dar las gracias de ello a Seven Oaks, Chrysler, Taco Bell, Pep Boys y todas las demás oportunidades de gran crecimiento y escasamente valoradas que he encontrado. Las acciones que yo trato de comprar son justo las que los gestores de fondos tradicionales tratan de evitar. ***En otras palabras, trato de pensar siempre que puedo como un aficionado.***

### Vaya por su cuenta

Usted no tiene por qué invertir como una institución. Si invierte como una institución, está condenado a tener sus mismos resultados, que a menudo no son demasiado buenos. Y tampoco tiene que obligarse a pensar como un aficionado si resulta que ya es uno. Si usted es un surfero, un camionero, un fracasado escolar o un jubilado excéntrico, ya parte con cierta ventaja. Es ahí donde surgen las 10-baggers, más allá de las fronteras del pensamiento aceptado en Wall Street.

Cuando usted invierte, no hay ningún Flint cerca para criticar sus resultados trimestrales o semianuales, o que le interroguen sobre por qué compró Rent-A-Car en lugar de IBM. Bueno, tal vez tenga una esposa y tal vez un corredor con quienes no tenga más remedio que comentar sus decisiones, pero un corredor siempre responderá positivamente a cualquier propuesta suya y sin duda no le va a despedir por escoger Seven Oaks (mientras le siga pagando sus comisiones). ¿Y acaso su esposa (la Persona que no Entiende de Asuntos Serios de Dinero) no ha dado prueba ya de su fe en sus planes de inversión permitiéndole seguir metiendo la pata?

(En el caso improbable de que su pareja esté harta de sus inversiones en bolsa, siempre puede ocultarle los informes mensuales que llegan por correo. No digo que me parezca una buena práctica, solo señalo que es una opción más a disposición del pequeño inversor que no está al alcance del gestor de un fondo de inversión).

Usted no tiene que dedicar una cuarta parte de su tiempo a explicarle a un colega por qué compra lo que compra. Ninguna norma le prohíbe comprar valores que empiecen por *r*, o que valgan menos de 6 dólares, o de una empresa relacionada con Teamsters<sup>[18]</sup>. Nadie le va a ir con quejas del tipo: «Jamás oí hablar de Wal-Mart», o

«Dunkin' Donuts suena a tontería: John D. Rockefeller nunca habría invertido en donuts». Nadie le va a reprender por recomprar a 19 dólares unas acciones que antes había vendido a 11 (lo cual puede ser una acción totalmente razonable). Los profesionales nunca podrían recomprar a 19 dólares una acción que vendieron por 11. Les confiscarían sus Quotrons si lo hicieran.

Usted no está obligado a tener en cartera 1400 acciones distintas, ni nadie le va a decir que reparta su dinero en 100 emisiones. Es libre de tener un solo valor en cartera, cuatro o diez. Si le parece que ninguna empresa tiene unos fundamentales atractivos, puede negarse a comprar acciones y esperar tiempos mejores. Los gestores de fondos tampoco pueden permitirse ese lujo. No podemos venderlo todo, y cuando lo intentamos lo hacemos todos a la vez, de modo que nadie compra a precios decentes.

Más importante aún, usted puede encontrar estupendas oportunidades en el vecindario o en su lugar de trabajo, meses o incluso años antes de que la noticia llegue hasta los analistas y hasta los gestores de fondos a quienes aconsejan.

Pero tal vez usted no debería meterse nunca en bolsa. Esa es una cuestión que merece ser discutida con cierto detalle, pues la bolsa exige convicción y no tiene piedad con los que carecen de ella.

## ¿Esto es un casino o qué?

*«Los caballeros prefieren los bonos».*

ANDREW MELLON

Después de trastornos importantes como el bache del pasado mes de octubre, algunos inversores optan por refugiarse en los bonos. Es preferible resolver de entrada el debate entre las acciones y los bonos, de forma digna y sosegada, pues si no regresará en los momentos más convulsos, cuando la bolsa esté cayendo y la gente vaya corriendo al banco para firmar Certificados de depósito bancario. No hace mucho que vimos otra de esas carreras.

Invertir en bonos, en el mercado monetario o en certificados de depósito bancario son formas distintas de invertir en deuda, por la que se paga un determinado interés. No hay nada malo en recibir un interés, sobre todo si es compuesto. Consideremos el caso de los indios de Manhattan, que en 1626 vendieron todas sus propiedades inmobiliarias a un grupo de inmigrantes por 24 dólares en chucherías y abalorios. La gente lleva 362 años haciendo chistes crueles a cuenta de ello, pero si uno lo mira bien resulta que hicieron mejor negocio que quienes se quedaron con la isla.

Veinticuatro dólares (nota: suspendamos nuestra incredulidad y supongamos que convirtieron las chucherías en efectivo) al 8 por ciento de interés compuesto a lo largo de todo ese tiempo, los indios habrían obtenido un patrimonio neto de casi 30 billones de dólares, mientras los últimos informes fiscales del Distrito de Manhattan indican que el valor inmobiliario de la isla asciende a solo 28 100 millones de dólares. Demos a Manhattan el beneficio de la duda: digamos que esos 28 100 dólares son el valor declarado, y que en el mercado podría llegar a valer el doble. Luego Manhattan vale 56 200 millones de dólares. En cualquier caso, los indios llevarían 29 billones de dólares y algo de cambio de ventaja.

Aceptemos lo improbable de que los indios obtuvieran un interés del 8 por ciento, incluso a las tasas rompedoras de aquellos tiempos, si es que realmente había tasas rompedoras de interés en 1626. Los pioneros prestatarios acostumbraban a pagar mucho menos, pero aun suponiendo que los indios solo hubieran conseguido un 6 por ciento, tendrían 34 700 millones de dólares a estas alturas, y eso sin necesidad de pagar ningún mantenimiento o cortar el césped de Central Park. ¡Qué diferencia pueden suponer un par de puntos porcentuales, compuestos a lo largo de tres siglos!

Da igual cómo se echen las cuentas, no se puede objetar nada a los supuestos ingenuos en esta transacción. Invertir en deuda no es una mala idea.

Los bonos han sido una inversión atractiva los últimos veinte años. No los cincuenta anteriores, pero sí los últimos veinte. Históricamente, las tasas de interés

nunca se alejaron mucho del 4 por ciento, pero en la última década hemos visto las tasas de interés a largo plazo dispararse al 16 por ciento y caer luego al 8 por ciento, lo que suponían oportunidades nada desdeñables. La gente que compró bonos del Tesoro estadounidense a 20 años en 1980 han visto como el valor de sus bonos prácticamente se doblaba, y entretanto no han dejado de recoger un interés del 16 por ciento sobre su inversión original. Si usted fue lo bastante listo para comprar bonos del Tesoro a 20 años en aquel momento, ha superado la bolsa por un margen notable, incluso teniendo en cuenta la reciente fase alcista. Es más, lo ha hecho sin tener que leer un solo informe y sin tener que pagar una sola comisión a un corredor.

(Los bonos del Tesoro a largo plazo son el mejor modo de aprovechar las tasas de interés porque no son «amortizables» hasta al menos cinco años antes de su vencimiento. Como muchos inversores contrariados han tenido ocasión de descubrir, muchos bonos corporativos o municipales son amortizables mucho antes, lo que significa que los deudores los recompran en el momento exacto en que les resulta más ventajoso hacerlo. Los bonistas no tienen más margen de maniobra que los propietarios de un inmueble ante una expropiación. Tan pronto como las tasas de interés empiezan a bajar y quienes han invertido en bonos descubren que han encontrado una ganga, se cancela el acuerdo y se encuentran otra vez con su dinero en el correo. En cambio, si las tasas de interés suben en perjuicio de los bonistas, estos no tienen más remedio que quedarse con los bonos.

Puesto que hay muy pocos bonos corporativos que no sean amortizables, le recomiendo comprar bonos del Tesoro si tiene intención de beneficiarse de un descenso en las tasas de interés).

### **Liberar las libretas de ahorro**

Tradicionalmente, los bonos se vendían en denominaciones muy elevadas, demasiado elevadas para el pequeño inversor, que solo podía invertir en deuda a través de una cuenta de ahorro o de los aburridos bonos de ahorro estadounidenses. Entonces se inventaron los fondos de inversión en bonos, y la gente normal y corriente pudo empezar a invertir en deuda junto a los magnates. Eso supuso que el mercado monetario liberara de una vez para siempre millones de dólares antes cautivos en las cuentas de ahorro de los bancos. Deberían hacerles un monumento a Bruce Bent y a Harry Browne, las personas que se atrevieron a soñar la cuenta del mercado monetario y lideraron el gran éxodo de las cajas de ahorro de Scrooge<sup>[19]</sup>. Abrieron ese camino en 1971 con el Fondo de Reserva.

Mi propio jefe, Ned Johnson, llevó la idea un paso más lejos y añadió la posibilidad de extender cheques. Antes de eso, el mercado monetario era principalmente un lugar donde las pequeñas empresas aparcaban el dinero de las nóminas semanales. La posibilidad de extender cheques dio al fondo del mercado monetario un atractivo universal como cuenta de ahorro y cuenta corriente.

Una cosa es preferir las acciones a una aburrida cuenta de ahorro que nunca dará más de un 5 por ciento, y otra muy distinta preferirlas a un mercado monetario que ofrece los mejores intereses a corto plazo, y donde los rendimientos suben inmediatamente cuando lo hacen las principales tasas de interés.

Si usted ha tenido su dinero en un fondo del mercado monetario desde 1978, no hay razón para que se avergüenze de ello. Se ha ahorrado un par de importantes caídas bursátiles. El peor interés que ha obtenido es un 6 por ciento, y nunca ha perdido un penique del principal. El año en que los intereses a corto plazo subieron al 17 por ciento (1981) y la bolsa cayó un 5 por ciento, obtuvo un 22 por ciento de ganancia relativa por quedarse en liquidez.

Supongamos que durante la increíble subida de Dow 1775 el 29 de septiembre de 1986 a Dow 2722 el 25 de agosto de 1987, usted no compró una sola acción y se fue sintiendo más y más tonto a medida que pasaban los meses por haberse perdido esta oportunidad única. Al cabo de un tiempo no reconocía ni siquiera ante sus amigos que tenía todo su dinero en el mercado monetario (admitir tendencias cleptómanas en las tiendas hubiera sido menos vergonzoso).

Pero la mañana después del crac, con el Dow otra vez en 1738, usted se sintió reivindicado. Evitó todo el trauma del 19 de octubre. Tras una reducción tan drástica de los precios de las acciones, el mercado monetario había superado el rendimiento de la bolsa en el conjunto del año: 6,12 por ciento el mercado monetario frente a 5,25 por ciento el S&P 500.

### **La réplica de la bolsa**

Sin embargo, dos meses más tarde la bolsa había rebotado, y una vez más las acciones rendían más que los fondos del mercado monetario y que los bonos a largo plazo. A la larga, siempre terminan rindiendo más. Desde una perspectiva histórica, es innegable que las acciones son una inversión más rentable que la deuda. De hecho, desde 1927 las acciones han obtenido una ganancia media del 9,8 por ciento anual, frente a un 5 por ciento de los bonos corporativos, un 4,4 por ciento de los bonos gubernamentales, y un 3,4 por ciento de las letras del Tesoro.

La tasa de inflación a largo plazo, calculada según el Índice de Precios al Consumo, es del 3 por ciento anual, lo que sitúa el rendimiento real de las acciones en un 6,8 por ciento anual. Las letras del Tesoro, conocidas como el lugar más razonable y conservador donde se puede colocar el dinero, tienen un rendimiento real igual a cero. Tal como se lo digo. Nada de nada.

Tal vez algunos piensen que una ventaja del 9,8 por ciento de las acciones frente al 5 por ciento de los bonos no es tanto. Consideremos la siguiente fábula financiera: si al final de 1927 un moderno Rip Van Winkle se hubiera ido a dormir durante 60 años con 20 000 dólares en bonos corporativos, al 5 por ciento anual compuesto, despertaría con 373 584 dólares: suficiente para comprarse un buen piso, un Volvo y

un corte de pelo. En cambio, si hubiera invertido en acciones, con un rendimiento del 9,8 por ciento anual, tendría 5 459 720 dólares. (Puesto que Rip estaba dormido, ni el crac del 29 ni el bache del 87 le habrían ahuyentado de la bolsa).

Si en 1927 usted hubiera invertido 1000 dólares de los cuatro modos que se enumeran a continuación, y el rendimiento hubiera sido compuesto y libre de impuestos, 60 años después usted tendría en su haber las siguientes sumas de dinero:

Letras del tesoro	7.400 dólares
Bonos gubernamentales	13.200 dólares
Bonos corporativos	17.600 dólares
Acciones	272.000 dólares

A pesar de todos los *crashes*, depresiones, guerras, recesiones, de las diez presidencias y de los numerosos cambios de longitud de las faldas, las acciones en general han dado un rendimiento quince veces superior al de los bonos corporativos, ¡y más de treinta veces superior al de las letras del Tesoro!

Hay una explicación lógica para todo esto. En bolsa el crecimiento de la empresa va a tu favor. Eres socio de un negocio próspero y en expansión. En los bonos, no eres otra cosa que la vía más rápida para obtener dinero en efectivo. Cuando prestas dinero a alguien, lo máximo que puedes esperar es que te lo devuelva, con intereses.

Pensemos en las personas que a lo largo de los años han tenido bonos de McDonald's. La relación entre ellos y McDonald's empieza y termina con el pago de la deuda, y esa no es la parte más excitante de McDonald's. Ciertamente, los bonistas originales han recibido su dinero, igual que les habría ocurrido con un certificado de depósito bancario, pero los accionistas originales se han hecho ricos. Son propietarios de la empresa. Nunca conseguirá un 10-*bagger* con un bono, a menos que sea un experto en deuda especializado en bonos en situación de impago.

## ¿Y qué me dice de los riesgos?

«De acuerdo —dirá usted, sobre todo después de la última caída de la bolsa—, pero ¿qué me dice de los riesgos? ¿Acaso no tienen más riesgo las acciones que los bonos?». Por supuesto, las acciones son una inversión de riesgo. En ningún lugar está escrito que una acción nos deba nada, como lamentablemente me han demostrado en centenares de ocasiones.

Incluso una blue-chip a largo plazo, supuestamente la inversión más segura de todas, tiene su riesgo. RCA era universalmente considerada una inversión prudente, apta para viudas y huérfanos, y sin embargo la empresa fue adquirida por GE en 1986 a 66,50 dólares la acción, prácticamente el mismo precio al que se vendía en 1967, y solo un 74 por ciento por encima de su máximo de 38,25 dólares (ajustado a

particiones) en 1929. Un uno por ciento de revalorización anual, eso es todo lo que habría obtenido usted a cambio de 57 años de fidelidad a una empresa sólida, rentable y mundialmente famosa. Bethlehem Steel sigue vendiéndose muy por debajo de su máximo de 60 dólares la acción, alcanzado en 1958.

Solo hay que echar una ojeada a la lista de los valores industriales originales del Dow Jones en 1896. ¿Alguien ha oído hablar de American Cotton Oil, Distilling and Cattle Feeding, Laclede Gas, U. S. Leather Preferred? Todos estos valores antiguos famosos se esfumaron hace mucho tiempo.

En la lista de 1916 encontramos a Baldwin Locomotive, desaparecida en 1924; la lista de 1925 incluye nombres tan familiares como Paramount Famous Lasky y Remington Typewriter; en 1927, Remington Typewriter desaparece y United Drug ocupa su lugar. En 1928, cuando el Dow Jones pasó de 20 a 30 empresas, las nuevas incorporaciones fueron Nash Motors, Postum, Wright Aeronautical y Victor Talking Machine. Las dos últimas desaparecieron de la lista en 1929, en el caso de Victor Talking Machine porque se fusionó con RCA. (Ya han visto los resultados de mantenerse fiel a esta última). En 1950 encontramos Corn Products Refining, pero en 1959 también desaparece y es reemplazada por Swift and Co.

Lo que quiero decir es que la fortuna es cambiante, que nada garantiza que las grandes empresas se vengan abajo, y no hay tal cosa como una *blue chip* garantizada.

Compre usted las acciones correctas al precio equivocado y en el momento equivocado y sufrirá grandes pérdidas. Vea si no lo que ocurrió en 1972-1974, cuando emisiones conservadoras como Bristol-Myers cayeron de 9 a 4 dólares, Teledyne de 11 a 3 dólares, y McDonald's de 15 a 4 dólares. No son precisamente empresas poco fiables. Compre las acciones equivocadas en el momento correcto y sufrirá más de lo mismo. Durante ciertos períodos parece que nunca llegará el momento en que ese 9,8 por ciento anual se hará realidad. Los valores del Dow Jones alcanzaron un máximo de 995,15 en 1966 y no volvieron a recuperar ese valor hasta 1972. De nuevo, el máximo de 1972-1973 no se superó hasta 1982.

Pero con la posible excepción de los bonos a muy corto plazo y los fondos de inversión en bonos, los bonos también tienen su riesgo. En este caso, una subida de los tipos de interés le obligará a elegir entre dos opciones poco halagüeñas: soportar los bajos rendimientos hasta el vencimiento de los bonos, o venderlos con un descuento sustancial sobre el valor nominal. Si usted tiene auténtica aversión al riesgo, lo mejor para usted es el mercado monetario o el banco. En cualquier otro sitio encontrará riesgo.

Los bonos municipales son considerados en general tan seguros como el dinero en una caja fuerte, pero en las raras ocasiones en que se produce un impago no les digas a los que pierden su dinero que los bonos son seguros. (El impago más célebre fue el de Washington Public Power Supply System, y sus infames bonos «Whoops»). Sí, ya sé que los bonos se pagan el 99,9 por ciento de las veces, pero hay otras formas de perder dinero con los bonos aparte del impago. Trate usted de mantener un bono a

treinta años con un cupón del 6 por ciento durante un período de alta inflación y verá lo que le ocurre al valor del bono.

Muchas personas han invertido en fondos que compran bonos de la Government National Mortgage Association (Ginnie Maes) sin darse cuenta de hasta qué punto se ha vuelto volátil el mercado de los bonos. Confían en los anuncios («Cien por cien garantizados por el Gobierno») y es cierto, se les pagará el interés prometido. Pero eso no protege el valor de sus participaciones en el fondo cuando las tasas de interés suban y el mercado de los bonos se hunda. Abra las páginas de empresa del periódico y vea lo que les ocurre a estos fondos el día que las tasas de interés suben medio punto y comprenderá a qué me refiero. La misma volatilidad de las tasas de interés que ayuda a los inversores listos a ganar grandes beneficios en los bonos también vuelven más incierta la inversión en bonos.

### **La bolsa y el stud poker**

Honestamente, no se puede establecer una separación tan pulcra entre inversión y juego como tal vez desearíamos para estar más tranquilos. Simplemente no hay ninguna muralla china, junta de control u otra distinción absoluta entre lugares seguros e inseguros donde poner el dinero. A finales de la década de 1920 las acciones alcanzaron finalmente el estatus de «inversiones seguras», cuando hasta entonces eran vistas como apuestas de bar... precisamente en el momento en que la sobrevaloración del mercado convertía la compra de acciones más en una apuesta que en una inversión.

Durante las dos décadas posteriores al crac, la mayor parte de la población veía la bolsa como una forma de juego, una concepción que no se revisó plenamente hasta finales de los años sesenta, cuando las acciones fueron nuevamente aceptadas como inversiones, de nuevo en un mercado sobrevalorado que conllevaba muchísimo riesgo en la mayoría de los casos. Históricamente, las acciones han sido aceptadas como inversiones o rechazadas como apuestas en ciclos recurrentes, y habitualmente muy mal ajustadas. *Es mucho más probable que las acciones sean vistas como inversiones prudentes en el momento en que menos lo son.*

Durante años, las acciones de empresas grandes eran vistas como «inversiones» y las de empresas pequeñas como «apuestas especulativas», aunque últimamente son los valores pequeños los que se han convertido en inversiones y la especulación es cosa de futuros y opciones. La línea se redibuja una y otra vez.

Siempre me divierte ver cómo la gente describe sus inversiones como «especulaciones conservadoras» o pretende estar «especulando con prudencia». En general eso significa que espera estar invirtiendo pero teme estar apostando. La frase «Tenemos una relación» cumple la misma función para las parejas que no logran decidir si van en serio o no.

Una vez aceptado el hecho difícilmente digerible del riesgo en cuestiones de

dinero, podemos comenzar a diferenciar el juego de la inversión no por la clase de actividad (comprar bonos, comprar acciones, apostar a los caballos, etc.) sino por la habilidad, dedicación e iniciativa del participante. Para un apostador veterano con la disciplina suficiente para seguir un método, las apuestas a los caballos ofrecen un rendimiento a largo plazo relativamente seguro, que para él es tan fiable como poner dinero en un fondo de inversión, o en acciones de General Electric. En cambio, para el impetuoso inversor que va detrás del último chisme y compra y vende a toda prisa sus acciones, la «inversión» en bolsa no es más fiable que apostar su sueldo al caballo con la melena más bonita, o al jinete vestido de seda violeta.

(De hecho, mi consejo para el inversor impetuoso es que se olvide de Wall Street y lleve su dinero caliente a Hialeah, Montecarlo, Saratoga, Nassau, Santa Anita o Baden-Baden. Por lo menos, en entornos tan agradables podrá decir que lo ha pasado estupendamente mientras perdía su dinero. Cuando uno pierde su dinero en la bolsa, no es ningún consuelo ver al corredor dando vueltas por la oficina.

Por otro lado, cuando uno pierde su dinero en los caballos puede arrojar al suelo los boletos sin valor y olvidarse del asunto, pero en el caso de las acciones, las opciones y demás uno tiene que revivir esos dolorosos episodios cada primavera en compañía del contable para la declaración de impuestos. Poner orden en todo el asunto puede suponer días de trabajo extra).

Desde mi punto de vista, una inversión no es más que una apuesta en la que has logrado inclinar las probabilidades a tu favor. No importa si se trata de Atlantic City, del S&P 500 o del mercado de los bonos. De hecho, encuentro que la bolsa se parece mucho al stud *poker*.

Apostar al stud *poker* de siete cartas puede dar un rendimiento a largo plazo muy fiable a personas que sepan cómo manejar sus cartas. Cuatro de las cartas se dan destapadas, de modo que no solo puedes ver tu mano sino la mayor parte de la mano de tus rivales. Cuando se ha arrojado la tercera o la cuarta carta resulta bastante obvio quién tiene más opciones de ganar y quién de perder, o bien resulta evidente que nadie tiene una ventaja clara. Lo mismo ocurre en Wall Street. Hay mucha información destapada, si sabes dónde buscarla.

Con solo hacer unas cuantas preguntas básicas sobre las empresas puedes saber cuáles tienen más o menos probabilidades de crecer y prosperar, y cuáles son un misterio total. Nunca podrás estar seguro de lo que va a ocurrir, pero cada nuevo hecho (un aumento de los beneficios, la venta de una filial deficitaria, la expansión en nuevos mercados) es como destapar otra carta. En la medida en que las cartas indiquen buenas probabilidades de éxito, hay que mantener la mano.

Cualquiera que participe regularmente en una partida mensual de stud *poker* se da cuenta de que siempre terminan ganando los mismos «cabrones con suerte». Esos son los jugadores que tratan de maximizar el rendimiento de sus inversiones calculando y recalculando cuidadosamente sus opciones a medida que se desarrolla la partida. Los ganadores habituales suben su apuesta cuando su posición se refuerza y dejan la

partida cuando tienen las probabilidades en contra, mientras que los perdedores habituales llegan hasta el final de todas las apuestas fuertes, confiando en los milagros y disfrutando de la emoción de la derrota. Tanto en el stud *poker* como en Wall Street, los milagros solo ocurren con la frecuencia necesaria para que los perdedores sigan perdiendo.

Los ganadores habituales también deben resignarse a que ocasionalmente recibirán tres ases y apostarán al máximo, para luego perder ante una escalera real. Aceptan su destino y pasan a la siguiente mano, seguros de que su método básico terminará recompensándoles a la larga. La gente que gana en la bolsa también acepta pérdidas periódicas, reveses y hechos imprevistos. Las grandes caídas no les echan de la partida. Si han hecho los deberes sobre H&R Block o han comprado el valor, y de repente el Gobierno simplifica la legislación fiscal (un hecho improbable, sin duda) y el negocio de Block se resiente, aceptan el revés y se ponen a buscar otro activo. Comprenden que la bolsa no es una ciencia exacta, que no es como el ajedrez, donde la posición superior gana siempre. Si siete de cada diez de mis acciones rinden de acuerdo con lo esperado, estoy encantado. Si seis de cada diez de mis acciones rinden de acuerdo con lo esperado, estoy agradecido. ***Seis de diez es todo cuanto hace falta para obtener unos resultados enviables en Wall Street.***

Con el tiempo, los riesgos de la bolsa pueden reducirse tanto como en el stud *poker* si uno juega bien sus cartas. En caso contrario (por ejemplo, si compramos acciones por encima de su precio), incluso valores como Bristol-Myers o Heinz pueden conllevar grandes pérdidas y oportunidades malogradas, como ya he señalado. Eso es lo que les ocurre a quienes creen que invertir en *blue chips* les exime de prestar la atención debida, de modo que pierden rápidamente la mitad de un dinero que tardarán ocho años más en recuperar. A comienzos de los años setenta millones de dólares mal informados persiguieron oportunidades sobrevaloradas, con el resultado de que pronto desaparecieron de escena. ¿Significa eso que Bristol-Myers y McDonald's son inversiones arriesgadas? Solo por la forma en que la gente invierte en ellas.

En cambio, cuando uno ha hecho los deberes, poner dinero en un proyecto tan arriesgado como General Public Utilities, la sociedad que estaba detrás de todo el problema nuclear de Three Mile Island, era mucho más «conservador» que una inversión inoportuna en la vieja y sólida Kellogg.

En el intento de no «arriesgar» el capital de inversión de mi suegra, la señora Charles Hoff, una vez le aconsejé comprar acciones de Houston Industries, una empresa de lo más «segura». Y vaya si era segura: la acción se quedó dónde estaba durante más de una década. Pensé que podía tomar una posición más «arriesgada» con el dinero de mi madre, de modo que le compré Consolidated Edison. Su precio se multiplicó por seis. Con Ed no era arriesgado realmente para quienes seguían sus fundamentales. Las grandes ganadoras proceden de las categorías llamadas de alto riesgo, pero los riesgos tienen más que ver con los inversores que con las categorías.

La gran ventaja de invertir en bolsa, para alguien que asume cierto grado de incertidumbre, es la extraordinaria recompensa que obtienen los aciertos. Eso es algo que se ve muy claramente en los beneficios de los fondos de inversión calculados por el Johnson Chart Service de Buffalo, Nueva York. La correlación es muy interesante: cuanto mayor es el «riesgo» asumido por el fondo, mejor es el rendimiento. Si ponías 10 000 dólares en un fondo de inversión en bonos estándar en 1963, quince años más tarde tenías 31 338 dólares. Los mismos 10 000 en un fondo mixto (acciones y bonos) se habrían convertido en 44 343; en un fondo de crecimiento y beneficios (todo acciones), 53 157 dólares; en un fondo de crecimiento agresivo (todo acciones también) 76 556 dólares.

No cabe duda de que la bolsa es una apuesta que vale la pena... siempre que sepas cómo jugar tus bazas. Mientras tienes acciones en cartera, no paran de destaparse nuevas cartas. Ahora que lo pienso, invertir en acciones no se parece tanto a jugar una mano de stud *poker* de siete cartas. Se parece más a jugar una mano de stud *poker* de setenta cartas, o bien, si tienes diez acciones en cartera, como jugar diez manos de 70 cartas a la vez.

## Cómo superar la prueba del espejo

La primera pregunta que yo haría sobre una acción no sería del tipo: «¿Es General Electric una buena inversión?». Aunque General Electric fuera una buena inversión, eso no quiere decir que uno deba tenerla en cartera. No tiene sentido estudiar la sección financiera del periódico si uno no ha hecho antes el ejercicio de mirarse en el espejo más cercano. Antes de comprar nada, hay que responder a tres preguntas personales: 1) ¿Soy propietario de una casa? 2) ¿Necesito el dinero? y 3) ¿Poseo las cualidades personales que llevan al éxito en bolsa? Si una acción es buena o mala inversión para usted depende más de sus respuestas a estas tres preguntas que de nada que pueda leer en *The Wall Street Journal*.

### **1) ¿Soy propietario de una casa?**

Como dirían en Wall Street: «Una casa, ¡qué gran negocio!». Antes de invertir un céntimo en acciones, usted debería considerar la posibilidad de comprarse una casa, pues una casa es después de todo una buena inversión que más o menos todo el mundo está capacitado para hacer. Estoy seguro de que habrá excepciones, como casas construidas sobre un sumidero o casas en barrios de moda cuyo precio puede caer en picado, pero en 99 casos de cada 100, una casa le hará ganar dinero.

¿Cuántas veces ha oído a un amigo o conocido lamentarse: «Qué mala inversión he hecho con mi casa»? Apuesto a que no muchas. Millones de aficionados en el mundo de la inversión inmobiliaria han hecho estupendas inversiones con sus casas. A veces se dan casos de familias que deben mudarse rápidamente y no tienen más remedio que vender a pérdida, pero es rara la persona que logra perder dinero en una residencia tras otra, como sí ocurre habitualmente con las acciones. Más rara aún es la persona que lo pierde todo con su casa al descubrir un día que el edificio se ha declarado en quiebra o que ha dejado de existir, como es el triste destino de muchas acciones.

No es ningún accidente que personas que invierten de forma genial en sus casas se comportan como idiotas en la bolsa. Con las casas todo va a favor del propietario. Los bancos permiten adquirir una casa con un adelanto del 20 por ciento y a veces menos incluso, lo que supone una notable capacidad de apalancamiento. (Es cierto que también se pueden comprar acciones con un adelanto del 50 por ciento, lo que en el sector se conoce como «comprar sobre margen», pero cada vez que una acción comprada sobre margen pierde valor, hay que poner más dinero. Eso no ocurre con una casa. Nunca hay que poner más dinero si el valor de mercado baja, por más que la casa esté situada en una zona petrolera deprimida. El agente inmobiliario nunca

llama a medianoche para decir: «Hay que poner veinte mil dólares antes de mañana a las once de la mañana o bien vender dos dormitorios», como les ocurre habitualmente a los inversores que compran acciones sobre margen. Esta es otra de las grandes ventajas de tener una casa).

Gracias al apalancamiento, si usted compra una casa de 100 000 dólares por un adelanto del 20 por ciento y el valor de la casa se incrementa un cinco por ciento anual, está obteniendo una ganancia del 25 por ciento sobre su adelanto, y el interés del préstamo es deducible de impuestos. Haga lo mismo en la bolsa y pronto tendrá más dinero que Boone Pickens.

Por si esto fuera poco, disfruta de una deducción federal en los impuestos locales sobre bienes inmobiliarios, la casa es una cobertura perfecta contra la inflación y un refugio estupendo durante una recesión, por no hablar de lo bueno que es tener un techo sobre la cabeza. Por último, si usted decide vender su casa y obtener liquidez, puede reinvertir el resultado en una casa más grande para evitar pagar impuestos sobre sus beneficios.

La progresión habitual que siguen la mayoría de personas en materia inmobiliaria es como sigue: primero compran una casa pequeña (una casa para empezar), luego una casa de tamaño medio, y finalmente una casa más grande que a partir de cierto momento ya no necesitan. Cuando los niños se van, venden la casa grande y se mudan a otra más pequeña, embolsándose un buen beneficio por el cambio. Dichos beneficios están libres de impuestos, pues en un alarde de compasión el Gobierno concede una exención de impuestos por beneficios ligados al domicilio habitual una vez en la vida<sup>[20]</sup>. Eso no ocurre nunca con las acciones, que soportan tantos impuestos y tan frecuentemente como sea posible.

Así pues, usted puede pasarse cincuenta años comprando casas sin pagar impuestos, y culminar la jugada con aquella compasiva exención. Y si hay que pagar algún impuesto, a estas alturas usted se encontrará ya en un tramo fiscal más bajo, de modo que no será tan terrible.

El viejo refrán de Wall Street: «Nunca inviertas en nada que coma o que necesite reparaciones» es muy válido cuando se trata de caballos de carreras, pero una perfecta bobada cuando hablamos de casas.

Hay otras razones importantes para invertir antes en casas que en acciones. Es improbable que usted salga corriendo de su casa por leer en la sección inmobiliaria del periódico del domingo: «Busca caída de los precios de las casas». El precio de cierre del viernes por la tarde no sale publicado en los clasificados, ni se pasea por la parte baja de la pantalla de su televisor, y los telediarios no le vienen con listas de las diez casas más atractivas: «Orchard Lane 100 ha bajado un diez por ciento hoy. Los vecinos no vieron nada extraño que explique tan inesperada caída».

Las casas, como las acciones, tienen más probabilidades de ser rentables cuando se mantienen durante un largo período de tiempo. Pero a diferencia de lo que ocurre con las acciones, es altamente probable que una casa sea propiedad de una misma

persona durante varios años (creo que la media son siete). Compare esta cifra con el 87 por ciento de las acciones de la Bolsa de Nueva York que cambian de manos cada año. La gente se encuentra mucho más cómoda en su casa que con sus acciones. Para deshacerse de una casa hace falta una furgoneta de mudanzas, pero solo una llamada telefónica para deshacerse de una acción.

Por último, usted es un buen inversor cuando se trata de casas porque sabe qué es lo que debe mirar en una casa, desde el desván hasta el sótano, y qué preguntas hacer. Esa es una competencia que se transmite de padres a hijos. Usted creció viendo a sus padres recoger información sobre los servicios públicos, las escuelas, el alcantarillado, las pruebas sépticas y los impuestos. Recuerda máximas del tipo: «Nunca compres la casa más cara de la manzana». Sabe reconocer barrios al alza y barrios a la baja. Puede pasear en coche por una zona y sabe reconocer lo que está en proceso de reparación, lo que está abandonado, el número de casas pendientes de reforma. Finalmente, antes de hacer una oferta por una casa, contrata a expertos para que busquen termitas, goteras, vigas podridas, cañerías oxidadas, problemas en el cableado o grietas en los cimientos.

No es extraño que la gente gane dinero en el mercado inmobiliario y lo pierda en la bolsa. Se pasa meses escogiendo sus casas, y unos minutos apenas escogiendo sus acciones. De hecho, dedica más tiempo a comprar un buen microondas que a buscar una buena inversión.

## 2) ¿*Necesito el dinero?*

Todo esto nos lleva a la segunda pregunta. Es recomendable examinar las finanzas familiares antes de comprar acciones. Por ejemplo, si deberá pagar la universidad de su hijo dentro de dos o tres años, no ponga ese dinero en acciones. Tal vez usted sea una viuda (siempre aparecen unas cuantas viudas en los libros sobre bolsa) y su hijo Dexter, actualmente en segundo de secundaria, tiene opciones de entrar en Harvard, pero sin beca. Como sus recursos apenas dan para la matrícula, tiene la tentación de aumentar su patrimonio con algunas acciones conservadoras *blue-chip*.

En un caso como este, incluso comprar acciones *blue chip* sería demasiado arriesgado. Salvo grandes sorpresas, las acciones pueden ser muy predecibles en un plazo de diez o veinte años. Pero para saber si van a subir o bajar en dos o tres años, lo mismo da que lo decida lanzando una moneda al aire. Las *blue chips* pueden bajar de precio y mantenerse así durante tres o incluso cinco años, de modo que si el mercado pisa una piel de plátano a Dexter le va a tocar ir a la escuela nocturna.

Tal vez usted sea una persona mayor que debe vivir de unos ingresos fijos, o una persona joven que no soporta trabajar y quiere vivir de unos ingresos fijos de la herencia familiar. En ambos casos, manténgase alejado de la bolsa. Hay toda clase de fórmulas complicadas para determinar qué porcentaje de sus activos debería invertir en bolsa, pero yo tengo una más simple, y es la misma para Wall Street que para las

carreras de caballos. *Invierta solo lo que pueda permitirse perder sin que esa pérdida tenga un impacto sobre su vida cotidiana en un futuro próximo.*

### 3) ¿Poseo las cualidades personales necesarias para ganar?

Esta es la pregunta más importante de todas. En mi opinión, la lista de cualidades debería incluir la paciencia, la autoconfianza, el sentido común, la tolerancia al dolor, la apertura de mente, el distanciamiento, la persistencia, la humildad, la flexibilidad, la disposición a realizar investigaciones independientes, idéntica disposición a admitir errores, y la capacidad de ignorar el pánico a su alrededor. En términos de CI, probablemente los mejores inversores se sitúan en algún punto entre el diez por ciento más bajo y el tres por ciento más alto. Los auténticos genios, me parece, están demasiado enamorados de sus elaboraciones teóricas y se sienten traicionados por el comportamiento real de las acciones, que es más banal de lo que ellos son capaces de imaginar.

También es importante ser capaz de tomar decisiones en ausencia de información completa o perfecta. Las cosas casi nunca están claras en Wall Street, y cuando lo están, es demasiado tarde para aprovecharse de ello. La mente científica que necesita tener todos los datos solo va a encontrar frustración aquí.

Por último, es crucial la capacidad de resistir la naturaleza humana y las «reacciones instintivas». Raro es el inversor que no alimenta la secreta convicción de que tiene un don especial para adivinar los precios de las acciones o del oro, o las tasas de interés, a pesar de que la mayoría nos equivocamos una y otra vez. Resulta asombroso ver con qué frecuencia la gente se convence de que las acciones van a subir o la economía va a mejorar justo cuando va a ocurrir lo contrario. Ejemplo perfecto de ello son las *newsletters* de asesoría de inversión, que optan habitualmente por el optimismo o el pesimismo en los momentos más inoportunos.

De acuerdo con la información publicada por Investor's Intelligence, que analiza las actitudes de los inversores a través de las *newsletters*, a finales de 1972, cuando las acciones estaban a punto de desplomarse, el optimismo estaba en su punto álgido y solo un 15 por ciento de los analistas mostraban actitudes pesimistas. A comienzos del rebote de la bolsa en 1974, las actitudes de los inversores estaban en su punto más bajo y un 65 por ciento de los asesores temían que lo peor estaba aún por llegar. Antes de que el mercado entrara de nuevo en una tendencia bajista en 1977, los redactores de las *newsletters* volvían a ser optimistas, y solo un 10 por ciento manifestaban la actitud contraria. En 1982, en los inicios de un gran mercado alcista, el 55 por ciento de los asesores se mostraban pesimistas, mientras que justo antes de la gran caída del 19 de octubre de 1987, el 80 por ciento de los asesores habían recuperado el optimismo.

El problema no es que los inversores o sus asesores sean crónicamente obtusos o miopes. Es que para cuando llega la señal, el mensaje puede haber cambiado ya.

Cuando se han filtrado un número suficiente de noticias financieras de signo positivo para que la mayoría de inversores se sientan confiados respecto a las expectativas a corto plazo, la economía puede estar a punto de sufrir un severo revés.

¿Qué otra cosa puede explicar el hecho de que un gran número de inversores (incluyendo a consejeros delegados y otras personas con experiencia en el mundo de los negocios) se hayan mostrado más reacios a invertir en bolsa precisamente en los períodos en que las acciones han dado los mejores rendimientos (por ejemplo, desde mediados de los treinta hasta finales de los sesenta), y más propensos a hacerlo en los períodos en que estas han dado los peores rendimientos (por ejemplo, principios de los setenta y más recientemente en otoño de 1987)? ¿Significa eso que el éxito del libro de Ravi Batra *La Gran Depresión de 1990* prácticamente garantiza una gran fase de prosperidad nacional?

Resulta asombroso ver cuán rápidamente pueden invertirse las actitudes de los inversores, aun cuando la realidad siga siendo la misma. Una semana o dos antes del bache de octubre, los hombres de negocios paseaban por Atlanta, Orlando o Chicago admirando los nuevos edificios en construcción y comentándose unos a otros: «Guau. Qué *boom* más estupendo». Unos días más tarde, estoy seguro de que los mismos hombres de negocios miraban los mismos edificios y decían: «Chico, aquí tienen un problema. ¿Cómo piensan vender todos esos apartamentos y alquilar todo ese espacio de oficina?».

Hay algo en la naturaleza de los seres humanos que los vuelve terriblemente inoportunos en la bolsa. El inversor incauto oscila constantemente entre tres estados emocionales: preocupación, complacencia y capitulación. Está preocupado después de una caída del mercado o de alguna turbulencia en la economía, lo que le impide comprar buenas empresas a precios de ganga. Luego, cuando finalmente se decide a comprar, a precios más altos, se deja arrastrar por la complacencia y está seguro de que sus acciones van a subir. Este es justo el momento en que debería estar preocupado y atento a los fundamentales, pero ocurre justo lo contrario. Cuando finalmente sus acciones tienen problemas con la crisis y los precios caen por debajo del precio de compra, capitula y vende de forma impulsiva.

Hay quien cree ser un «inversor a largo plazo», pero demuestra serlo solo hasta la siguiente caída importante (o la siguiente subida menor), en cuyo momento se convierte inmediatamente en inversores a corto plazo y vende soportando enormes pérdidas y a veces con beneficios minúsculos. Es fácil dejarse llevar por el pánico en un negocio tan volátil. Desde que estoy al frente de Magellan, el fondo ha tenido caídas del 10 al 25 por ciento en ocho episodios bajistas, y solo en 1987 pasó de unos beneficios del 40 por ciento en agosto a unas pérdidas del 11 por ciento en diciembre. Terminamos el año con unas ganancias del uno por ciento, salvando por los pelos mi historial de no haber terminado un solo año con pérdidas (toco madera). Recientemente leí que el precio de la acción media fluctúa un 50 por ciento en un año cualquiera. De ser cierto, y aparentemente lo ha sido a lo largo del siglo veinte, es

probable que cualquier acción que ahora se venda por 50 dólares suba a 60 y/o baje a 40 en algún momento de los próximos doce meses. En otras palabras, el máximo del año (60 dólares) será un 50 por ciento superior al mínimo (40 dólares). Si usted es la clase de inversor que no puede resistirse a comprar a 50, comprar más a 60 («Ves, tenía razón, ¡está subiendo!»), luego vender desesperado a 40 («Parece que me equivoqué, la maldita va para *abajo*»), ni un estante entero de libros sobre cómo invertir le van a ayudar.

Hay quien cree ser un *contrarian* y está convencido de que puede ganar dinero a base de girar a la izquierda cuando los demás giran a la derecha, pero en realidad no se le había ocurrido convertirse en un *contrarian* hasta que estaba tan de moda que el inconformismo se había convertido en la visión aceptada. El auténtico *contrarian* no es el inversor que lleva la contra a los demás en algún tema caliente (por ejemplo, apostar a corto contra una acción que todo el mundo está comprando). El auténtico *contrarian* espera a que las aguas se calmen y compra acciones en las que nadie se fija, en especial aquellas que más bostezos provocan en Wall Street.

Cuando E. F. Hutton habla, se supone que todo el mundo debe escucharle, pero ese es justamente el problema. Todo el mundo debería estar esforzándose por echar una siesta. Cuando se trata de predecir el comportamiento del mercado, la virtud más importante no es la escucha, sino el ronquido. El truco no consiste en confiar en los propios impulsos, sino en aprender a ignorarlos. Manténgase fiel a sus acciones mientras los fundamentales de la empresa no cambien.

En caso contrario, tal vez su única esperanza de aumentar el patrimonio sea la fórmula infalible de J. Paul Getty: «Levántate pronto, trabaja duro, encuentra petróleo».

## ¿Es este un buen momento para invertir? No me haga esa pregunta, por favor

En cada turno de preguntas después de una conferencia, alguien se levanta y me pregunta si es un buen o un mal momento para invertir. Por cada persona que se pregunta si Goodyear Tire es una empresa sólida, o correctamente valorada a su precio actual, cuatro personas quieren saber si la tendencia alcista sigue en buena forma o si empiezan a notarse signos de un cambio de tendencia. Siempre les digo que la única predicción que puedo hacer sobre los mercados es que cada vez que me promocionan, el mercado baja. Tan pronto como esas palabras salen de mi boca, otra persona se levanta y me pregunta para cuándo está prevista mi próxima promoción.

Obviamente, no hace falta predecir la evolución del mercado para ganar dinero en la bolsa, pues de otro modo yo no habría ganado un duro. Yo estuve sentado ante mi Quotron durante algunas de las caídas más terribles, y no habría sido capaz de verlas venir ni aunque que mi vida dependiera de ello. En medio del verano de 1987, no advertí a nadie, menos aún a mí mismo, de la inminente caída de 1000 puntos.

No fui el único en no lanzar ninguna advertencia. De hecho, si error de muchos es consuelo de tontos, puedo considerarme más que consolado por la inmensa multitud de observadores, pronosticadores y demás expertos que tampoco fueron capaces de preverlo. «Si debes hacer pronósticos —dijo una vez un inteligente pronosticador—, hazlos a menudo».

Nadie me llamó para advertirme del colapso inmediato del mes de octubre, y si toda la gente que pretendía haberlo visto venir hubiera vendido sus acciones, el mercado habría bajado los 1000 puntos mucho antes por efecto de la multitud de informados vendedores.

Cada año hablo con los directivos de un millar de empresas, y no puedo evitar que lleguen hasta mí las declaraciones de la pléyade de fanáticos del oro, discípulos de la tasa de interés, observadores de la Reserva Federal y místicos fiscales que salen en los periódicos. Hay miles de expertos estudiando indicadores de sobrecompra, indicadores de sobreventa, patrones hombro-cabeza-hombro, ratios *put-call*, la política monetaria de la Fed, la inversión exterior, el movimiento de las constelaciones y el musgo en los robles, y no son capaces de predecir la evolución de los mercados de forma más útil o consistente de lo que podían predecir el ataque de los hunos los exprimidores de mollejas<sup>[21]</sup> al servicio de los emperadores romanos.

Nadie hizo saltar tampoco las alarmas antes de la debacle de 1973-1974. En la escuela de posgrado aprendí que el mercado sube un 9 por ciento anual, y desde el día que me lo enseñaron nunca ha subido un 9 por ciento en un año, y todavía debo encontrar una fuente fiable que me informe de cuánto va a subir, o siquiera si va a

subir o a bajar. Todas las subidas y bajadas importantes han sido una sorpresa para mí.

En la medida en que la bolsa mantiene cierta relación con la economía en general, la gente trata de adivinar los movimientos del mercado previendo la evolución de la inflación y las recesiones, las bonanzas y las crisis, la dirección que tomarán las tasas de interés. Es cierto que existe una maravillosa correlación entre las tasas de interés y la bolsa, pero ¿quién puede predecir las tasas de interés con alguna regularidad aprovechable? Hay 60 000 economistas en Estados Unidos, muchos dedicados a tiempo completo a tratar de predecir las recesiones y las tasas de interés, y si fueran capaces de predecirlo con éxito dos veces seguidas serían todos millonarios a estas alturas.

Se habrían retirado a Bimini, donde podrían beber ron y pescar peces espada. Pero por lo que sé siguen todos trabajando para ganarse el pan, lo que debería darnos ya una pista sobre este asunto. Como alguien dijo una vez con buen criterio, si todos los economistas del mundo se tumbaran uno al lado del otro, no sería mala cosa<sup>[22]</sup>.

Bueno, tal vez no *todos* los economistas. Ciertamente no los que están leyendo este libro, y sobre todo no los economistas como Ed Hyman y C. J. Lawrence, que estudian el precio de la chatarra, los inventarios acumulados y los pedidos de vagones de tren, sin prestar atención a las curvas de Laffer y a las fases de la luna. Los míos son los economistas prácticos.

También existe la teoría de que tenemos una recesión cada cinco años, pero hasta ahora no ha sido así. He mirado en la Constitución, y en ningún lugar está escrito que cada cinco años debamos tener una. Por supuesto, me encantaría que me avisaran antes de que entráramos en una recesión, para así poder ajustar debidamente mi cartera. Pero mis probabilidades de preverlo son nulas. Algunas personas esperan a que suene la campana que indica el final de la recesión o el comienzo de un nuevo y excitante mercado alcista. El problema es que la campana nunca suena. Recuerde, las cosas nunca están claras hasta que es demasiado tarde.

Hubo una recesión de 16 meses entre julio de 1981 y noviembre de 1982. Es la época más inquietante que recuerdo. Los profesionales más sensatos empezaban a pensar en dedicarse a la caza y la pesca, pues ciertamente si las cosas no empezaban a cambiar pronto todos acabaríamos viviendo en los bosques y recolectando bellotas. Era una época en la que teníamos un paro del 14 por ciento, una inflación del 15 por ciento, una tasa de interés de referencia del 20 por ciento, pero nunca recibí una llamada que me avisara de nada de todo esto. Cuando ocurrió se levantaron un montón de voces diciendo que ya lo veían venir, pero nadie mencionó el asunto delante de mí antes de que ocurriera.

Luego, en el momento del máximo pesimismo, cuando ocho de cada diez inversores hubiera jurado que íbamos camino de repetir la década de 1930, la bolsa rebotó con fuerza y de golpe todo volvía a estar bien.

## Prepararse para lo penúltimo

No importa de qué modo lleguemos a nuestras conclusiones financieras, siempre parece que nos estemos preparando para lo *último* que ha ocurrido, no para lo que va a ocurrir a continuación. «Prepararse para lo penúltimo» es nuestra forma de compensar el hecho de que tampoco vimos venir lo último que ocurrió.

El día después del crac del 19 de octubre, la gente empezó a preocuparse por la *posibilidad* de que hubiera un crac. Pero el crac ya se había producido y habíamos sobrevivido a él (a pesar de no haber sido capaces de predecirlo), y ahora estábamos muertos de miedo por si se repetía. Los que salieron del mercado para asegurarse de que no les pillarían la próxima vez fueron nuevamente pillados cuando el mercado rebotó.

La broma consiste en que la próxima vez nunca es como la anterior, y sin embargo no podemos evitar prepararnos para ella. Todo esto me hace pensar en la concepción maya del universo.

En la mitología maya, el universo ha sido destruido cuatro veces, y cada vez los mayas aprendieron una dura lección y juraron protegerse mejor... pero siempre contra la amenaza anterior. Primero fue una inundación, y los supervivientes se acordaron de ella y se trasladaron a tierras más altas, dentro del bosque, prepararon diques y muros de contención, y construyeron sus casas sobre los árboles. Pero sus esfuerzos no sirvieron de nada porque la vez siguiente el mundo fue destruido por el fuego.

Después de eso, los supervivientes del fuego bajaron de los árboles y se alejaron tanto como pudieron de los bosques. Construyeron nuevas casas de piedra, la mayoría en una escarpada fisura entre montañas. Pero pronto el mundo fue destruido por un terremoto. No recuerdo la cuarta calamidad que les ocurrió —tal vez una recesión—, pero fuera lo que fuera los mayas no la vieron venir. Estaban demasiado ocupados construyéndose un refugio para el próximo terremoto.

Dos mil años más tarde seguimos mirando al pasado en busca de signos de la próxima amenaza, pero no está claro que podamos saber cuál será la próxima amenaza. No hace mucho la gente se preocupaba por la posibilidad de que el precio del crudo cayera a 5 dólares el barril y tuviéramos una depresión. Dos años antes, la misma gente se preocupaba por la posibilidad de que el precio del crudo se disparara a 100 dólares el barril y tuviéramos una depresión. Ahora están preocupados pensando que sube demasiado lentamente. La última vez que nos preparamos para la inflación tuvimos una recesión, y al final de la recesión nos preparamos para otra recesión y nos pilló la inflación.

Algún día habrá otra recesión y tendrá efectos muy negativos para la bolsa, aunque muy distintos a los de la inflación, los cuales también son muy negativos para la bolsa. Tal vez haya una recesión antes de que se publique este libro. Tal vez no haya otra hasta dentro de diez o veinte años. ¿A mí me lo preguntan?

## La teoría del cóctel

Si los economistas profesionales no pueden predecir la evolución de la economía y los analistas profesionales no pueden predecir la evolución de los mercados, ¿qué opciones puede tener el inversor aficionado? Ya conoce la respuesta a esta pregunta, lo cual me lleva a la teoría del «cóctel» sobre los pronósticos de mercado, desarrollada a lo largo de años de estar de pie en medio de salas de estar, cerca de boles de ponche, escuchando lo que opinan sobre la bolsa las diez personas más próximas.

En el primer estadio de un mercado alcista —esto es, un mercado que lleva un rato bajando y nadie espera que suba otra vez— la gente no habla de la bolsa. De hecho, si me preguntan cómo me gano la vida y respondo: «Soy gestor de un fondo de inversión en bolsa», asienten educadamente y se van a otro sitio. Si no se van, cambian rápidamente de tema al último partido de los Celtics, las próximas elecciones o la meteorología. Poco después están hablando con un dentista sobre la placa.

Cuando diez personas prefieren hablar de la placa con un dentista que de acciones con el gestor de un fondo de inversión bursátil, es probable que el mercado esté a punto de dar un salto.

En el segundo estadio, después de confesar cómo me gano la vida, los nuevos conocidos se quedan un rato más —tal vez lo suficiente para decirme lo arriesgada que es la bolsa— antes de irse a hablar con el dentista. La conversación de la fiesta sigue girando más alrededor de la placa que de las acciones. El mercado ha subido un 15 por ciento desde el primer estadio, pero pocos prestan atención.

En el tercer estadio, cuando el mercado ha subido un 30 por ciento desde el primer estadio, una multitud de partes interesadas ignora al dentista y me rodea durante toda la noche. Una sucesión de individuos entusiastas me llevan aparte para preguntarme qué acciones debería comprar. Incluso el dentista me pregunta qué acciones debería comprar. Todos los invitados a la fiesta han puesto dinero en una u otra emisión, y todos discuten los resultados obtenidos.

En el cuarto estadio, de nuevo la gente me rodea, pero esta vez para decirme a *mí* qué acciones debería comprar. Incluso el dentista tiene tres o cuatro pistas que darme, y en los próximos días comprobaré sus recomendaciones en el periódico y veo que todas han subido. Cuando incluso los vecinos me dicen lo que debo comprar y deseo haber seguido su consejo, es un signo infalible de que el mercado ha llegado a su techo y que la caída está cerca.

Hagan ustedes lo que quieran con lo que acabo de contarles, pero no esperen que yo arriesgue mi dinero sobre la teoría del cóctel. No creo en la predicción de los mercados. Creo en comprar empresas excelentes, sobre todo cuando están infravaloradas y/o no se les presta atención. Tanto da si el índice industrial del Dow Jones está a 1000, 2000 o 3000 puntos en el día de hoy, mejor si durante los últimos

diez años hemos tenido en cartera acciones de Marriott, Merck y McDonald's que si las hemos tenido de Avon Products, Bethlehem Steel y Xerox. También nos habrá ido mejor si teníamos acciones de Marriott, Merck o McDonald's que si hemos tenido el dinero en bonos o en fondos del mercado monetario durante el mismo periodo de tiempo.

Si hubiéramos comprado acciones de grandes empresas en 1925 y las hubiéramos mantenido durante el crac y la Depresión (algo que ciertamente no habría resultado fácil), en 1936 estaríamos encantados con los resultados.

### ¿De qué bolsa me habla?

La situación del mercado debería ser irrelevante para usted. Si puedo convencerle de esto, pienso que este libro habrá cumplido con su tarea. Y si no me cree a mí, crea a Warren Buffett. «Por lo que a mí respecta —ha escrito Buffett— la bolsa no existe. Solo está ahí como referencia para ver si alguien se ofrece a hacer alguna tontería».

Buffett ha convertido Berkshire Hathaway en un proyecto extraordinariamente rentable. A principios de los sesenta una acción de esta gran empresa costaba 7 dólares, mientras que hoy la misma acción vale 4900 dólares. Una inversión de 2000 dólares en Berkshire Hathaway en el primer momento se ha convertido en una *700-bagger* y vale 1,4 millones de dólares hoy. Eso convierte a Buffett en un excelente inversor. Lo que le convierte en el mejor inversor de todos los tiempos es que durante cierto periodo en que pensaba que las acciones estaban muy por encima de su precio lo vendió todo y devolvió todo el dinero a sus socios con un beneficio considerable. El retorno voluntario de un dinero que otros estarían encantados de pagarte por gestionar es, en mi experiencia, único en la historia de las finanzas.

Me encantaría poder predecir los mercados y anticipar las recesiones, pero puesto que eso es imposible me doy por satisfecho con buscar empresas rentables, igual que hace Buffett. He ganado dinero en mercados infames, y a la inversa. Varias de mis *10-baggers* preferidas dieron sus grandes saltos en situaciones adversas de mercado. Taco Bell siguió creciendo durante las dos últimas recesiones. El único año malo de los ochenta en la bolsa fue 1981, y sin embargo fue el momento perfecto para comprar Dreyfus, que inició poco después su fantástica escalada de 2 dólares a 40 dólares, una *20-bagger* que quien les escribe tuvo el mérito de perderse.

Por mor del argumento, supongamos que usted pudiera predecir el próximo *boom* económico con absoluta certeza, y que quisiera aprovecharse de ello comprando unas cuantas acciones de altos vuelos. Aún debería escoger las acciones adecuadas, igual que si no tuviera ningún poder de predicción.

Si usted hubiera tenido conocimiento anticipado del *boom* inmobiliario de Florida y hubiera comprado Radice según esta idea, habría perdido el 95 por ciento de su inversión. Si usted hubiera tenido conocimiento anticipado del *boom* informático y hubiera comprado Fortune Systems por no hacer los deberes, lo habría visto caer de

22 dólares en 1983 a 1,88 dólares en 1984. Si hubiera tenido conocimiento de que los ochenta serían una gran década para las aerolíneas, ¿de qué le habría servido si hubiera invertido en People Express (que rápidamente estiró la pata) o Pan Am (que bajó de 9 dólares en 1983 a 4 dólares en 1984 por mala gestión)?

Pongamos que usted sabía que el acero volvería y que para aprovecharla cogió una lista de acciones de acero, la pegó a una diana de dardos y lanzó un dardo que fue a dar en LTV. Pues bien, LTV bajó de 26,50 dólares a 1,13 entre 1981 y 1986, más o menos el mismo periodo en que Nucor, una empresa del mismo sector, creció de 10 dólares a 50 dólares. (Yo tenía ambas en cartera, de modo que ¿por qué vendí Nucor y mantuve LTV? También podría haberme dedicado a lanzar dardos).

En todos estos casos, un acierto en la elección del momento para invertir combinado con un error en la elección del valor en que hacerlo le hubiera hecho perder la mitad de su dinero. Si su idea es confiar en que el mercado tire de su acción, tanto valdría que tomara un autobús a Atlantic City y apostara al rojo o al negro. Si usted se levanta por la mañana y piensa: «Voy a comprar acciones porque pienso que el mercado va a subir este año», debería arrancar el cable del teléfono y mantenerse tan alejado como pudiera de cualquier bróker. Su plan consiste en que el mercado cubra sus errores, y lo más probable es que no lo haga.

Si quiere preocuparse de algo, preocúpese de si el negocio de las sábanas va bien en West-Point-Pepperell, o de si Taco Bell está teniendo éxito con su nuevo burrito supreme. Preocúpese de elegir las acciones correctas y el mercado se preocupará de sí mismo.

Esto no quiere decir que no existan los mercados sobrevalorados, sino que no tiene sentido preocuparse de ello. Sabrá que un mercado está sobrevalorado cuando no pueda encontrar ninguna empresa que se venda a un precio razonable o que cumpla con sus criterios de inversión. La razón por la que Buffett devolvió el dinero a sus socios es que no lograba encontrar acciones que mereciera la pena tener en cartera. Había estudiado cientos de empresas y no había encontrado ninguna que estuviera dispuesta a comprar por sus méritos fundamentales.

La única señal de compra que necesito es encontrar una empresa que me guste. En tal caso, nunca es demasiado pronto o demasiado tarde para comprar acciones.

### ***Lo que más espero que recuerde de esta sección son los puntos siguientes:***

- No sobrevalore la competencia o la sabiduría de los profesionales.
- Aproveche lo que ya sabe.
- Busque oportunidades que no han sido aún descubiertas o certificadas por Wall Street (empresas que están «fuera del alcance del radar»).
- Invierta en una casa antes que en acciones.
- Invierta en empresas, no en la bolsa.
- Ignore las fluctuaciones a corto plazo.

- Se pueden conseguir grandes beneficios con las acciones.
- Se pueden tener grandes pérdidas con las acciones.
- Es inútil tratar de predecir la evolución de la economía.
- Es inútil tratar de predecir la dirección que tomará la bolsa a corto plazo.
- El rendimiento a largo plazo de las acciones es relativamente predecible y muy superior al rendimiento a largo plazo de los bonos.
- Seguir a una empresa que tenemos en cartera es como jugar una mano interminable al stud *poker*.
- Las acciones no son para todo el mundo, ni para todos los momentos de la vida de una persona.
- Cualquier persona conoce por experiencia directa empresas o productos locales interesantes años antes que los profesionales.
- Contar con una ventaja ayuda a ganar dinero en la bolsa.
- En la bolsa, una en mano vale más que ciento volando.

## PARTE II

### **Escoger a las ganadoras**

*En esta sección veremos cómo aprovechar una ventaja, cómo encontrar las inversiones más prometedoras, cómo evaluar lo que tiene en cartera y qué ganancias puede esperar en cada una de las seis categorías de acciones, las características de la empresa perfecta, las características de la empresa que debe evitar siempre, la importancia de los beneficios para el éxito o fracaso a largo plazo de cualquier valor, las preguntas que debe hacer al investigar una acción, la manera de seguir la evolución de una empresa, la manera de conseguir la información y la manera de evaluar los parámetros importantes, como la caja, la deuda, las ratios PER, los márgenes de beneficio, el valor contable, los dividendos, etc.*

## A la caza de la 10-bagger

El mejor lugar para empezar a buscar la 10-bagger es bien cerca de casa: tal vez no en el patio trasero, pero sí en la galería comercial más cercana, y muy especialmente en el trabajo. En el caso de la mayoría de las 10-baggers mencionadas hasta aquí —Dunkin' Donuts, The Limited, Subaru, Dreyfus, McDonald's, Tambrands y Pep Boys—, los primeros indicios de éxito podían reconocerse en cientos de lugares repartidos por todo el país. El bombero de New England, los clientes de Ohio donde Kentucky Fried Chicken abrió sus primeros locales, o los clientes de Pic 'N' Save, todos tenían la oportunidad de decir: «Esto es fantástico; me pregunto cómo estarán sus acciones», mucho antes de que Wall Street supiera nada del asunto.

Una persona se encuentra con una buena oportunidad dos o tres veces por año de media, a veces más. Los directivos de Pep Boys, los dependientes de Pep Boys, los abogados y los contables, los proveedores de Pep Boys, la empresa que se encargó de hacerles la publicidad, los que pintaron los carteles, los que reformaron los locales para las nuevas tiendas, incluso la gente que lavaba los suelos, todos debieron darse cuenta del éxito de Pep Boys. Miles de inversores potenciales recibieron la «pista», y eso sin tener en cuenta los cientos de miles de clientes.

Por otro lado, el empleado de Pep Boys que se encargaba de contratar seguros para la empresa podía darse cuenta de que los precios de los seguros estaban subiendo —lo cual es una buena señal de que el sector de los seguros está a punto de cambiar de tendencia— y por tanto podría haberse planteado invertir en la aseguradora. O tal vez los contratistas de Pep Boys pudieron fijarse en que los precios del cemento se habían consolidado, lo cual es una buena noticia para las empresas proveedoras de cemento.

A lo largo de toda la cadena comercial, las personas que hacen, venden, limpian o analizan cosas se encuentran con muchas oportunidades de inversión. En mi propio negocio —el sector de los fondos de inversión—, es improbable que ninguno de los vendedores, los administrativos, los secretarios, los analistas, los contables, los operadores telefónicos o los instaladores de ordenadores que trabajaban para nosotros dejara de ver el gran *boom* del sector a principios de los años ochenta, que disparó el precio de las acciones de los fondos de inversión.

No hace falta ser el vicepresidente de Exxon para darse cuenta de la prosperidad de la empresa, o del cambio de tendencia de los precios del petróleo. También puede verlo un peón, un geólogo, un perforador, un proveedor, el propietario de una gasolinera, un mecánico o incluso un cliente de gasolinera.

No hace falta trabajar en las oficinas centrales de Kodak para saber que la nueva generación de cámaras baratas de 35 mm, fáciles de usar y de gran calidad que llegan

de Japón están dando un nuevo impulso al sector de la fotografía y que las ventas de la empresa están por las nubes. También puede saberlo un vendedor de material fotográfico, el dueño de una tienda de cámaras o un dependiente de la misma tienda. También podría saberlo el fotógrafo de bodas local, al comprobar que cinco o seis familiares se dedican a tomar fotografías no oficiales durante las bodas y le dificultan la tarea de conseguir buenas tomas.

No hace falta ser Steven Spielberg para saber que un nuevo éxito, o varios, van a dar un buen empujón a las ganancias de Paramount o de Orion Pictures. También puede saberlo un actor, un extra, un director, un doble, un abogado, un técnico de iluminación, la persona de maquillaje o el acomodador del cine local, que se anima a investigar los pros y los contras de invertir en acciones de Orion después de ver las colas que se organizan en el vestíbulo durante seis semanas seguidas.

Tal vez usted sea un maestro y el consejo escolar haya elegido su escuela para probar un nuevo aparato que controla la asistencia de los alumnos, ahorrando miles de horas de contar cabezas a los profesores. La primera pregunta que yo haría es: «¿Quién fabrica este aparato?».

¿Y qué decir de Automatic Data Processing, que procesa nueve millones de sueldos semanales para 180 000 pequeñas y medianas empresas? Esta fue una de las mayores oportunidades de la historia: la empresa salió a bolsa en 1961 y ha aumentado sus beneficios año tras año, sin excepción. Su peor resultado fue un aumento del 11 por ciento en sus beneficios respecto al año anterior, y eso fue durante la recesión de 1982-1983, que generó pérdidas a muchas empresas.

Automatic Data Processing suena a la típica empresa de alta tecnología que yo trataría de evitar, pero en realidad no es ninguna empresa de informática. Solo usa los ordenadores para procesar los sueldos, y los usuarios de la tecnología son siempre los principales beneficiarios de sus avances. A medida que la competencia rebaja el precio de los ordenadores, una empresa como Automatic Data puede comprar sus equipos más baratos, de modo que sus costes se reducen constantemente. Y eso no hace más que incrementar los beneficios.

Sin hacer mucho ruido, esta empresa tan prosaica que salió a bolsa con un precio de seis céntimos por acción (ajustado a particiones) se vende ahora por 40 dólares, lo que la convierte en una *600-bagger* a largo plazo. Antes del bache de octubre se había llegado a vender por 54 dólares. Los activos corrientes de la empresa duplican sus deudas y no hay signos de perder fuelle.

Los directivos y los empleados de las 180 000 empresas clientes suyas podrían haberse fijado ciertamente en el éxito de Automatic Data Processing, y teniendo en cuenta que algunos de sus mejores clientes son grandes sociedades de inversión, también podría haberlo hecho medio Wall Street.

A menudo damos grandes rodeos para encontrar un valor ganador, cuando lo teníamos en la puerta de nuestra casa.

## La 10-bagger de las úlceras

¿No se le ocurre ningún ejemplo parecido en su propia vida? ¿Está usted retirado, vive a quince kilómetros del semáforo más cercano, cultiva su propia comida y no dispone de televisor? Bueno, tal vez algún día tenga que ir al médico. La vida en el campo le podría provocar úlceras, y estas son la mejor vía para entrar en contacto con SmithKline Beckman.

Cientos de médicos, miles de pacientes y millones de amigos y familiares de pacientes han oído hablar del milagroso medicamento Tagament, que salió al mercado en 1976. Lo mismo puede decirse del farmacéutico que vendía las pastillas y del chico de reparto que se pasaba medio día repartiéndolas. Tagamet fue una bendición para los enfermos, y un regalo para los inversores.

Un gran medicamento para el paciente es aquel que cura de una vez para siempre, pero un gran medicamento para el inversor es aquel que el paciente debe seguir comprando una y otra vez. Tagamet pertenecía a la segunda categoría. Proporcionaba un alivio fantástico al dolor causado por las úlceras, pero sus beneficiarios directos debían tomarlo una y otra vez, lo que suponía un enorme beneficio indirecto para los accionistas de SmithKline Beckman, los fabricantes de Tagamet. Gracias en gran medida a Tagamet, la acción subió de 7,5 dólares en 1977 a 72 dólares en su máximo de 1987.

Tanto los usuarios como los prescriptores del medicamento llevaban mucha ventaja a Wall Street. Sin duda algunos de los oxímoros debían padecer de úlcera —el nuestro es un trabajo que genera ansiedad—, pero SmithKline no debió entrar en su lista de compras porque pasó un año antes de que la acción comenzara a subir.

Durante el periodo de prueba del medicamento, entre 1974 y 1976, el precio subió de 4 a 7 dólares, y cuando el Gobierno aprobó Tagamet en 1977 la acción se vendía a 11 dólares. A partir de ahí se disparó hasta 72 dólares (ver gráficos)<sup>[23]</sup>.

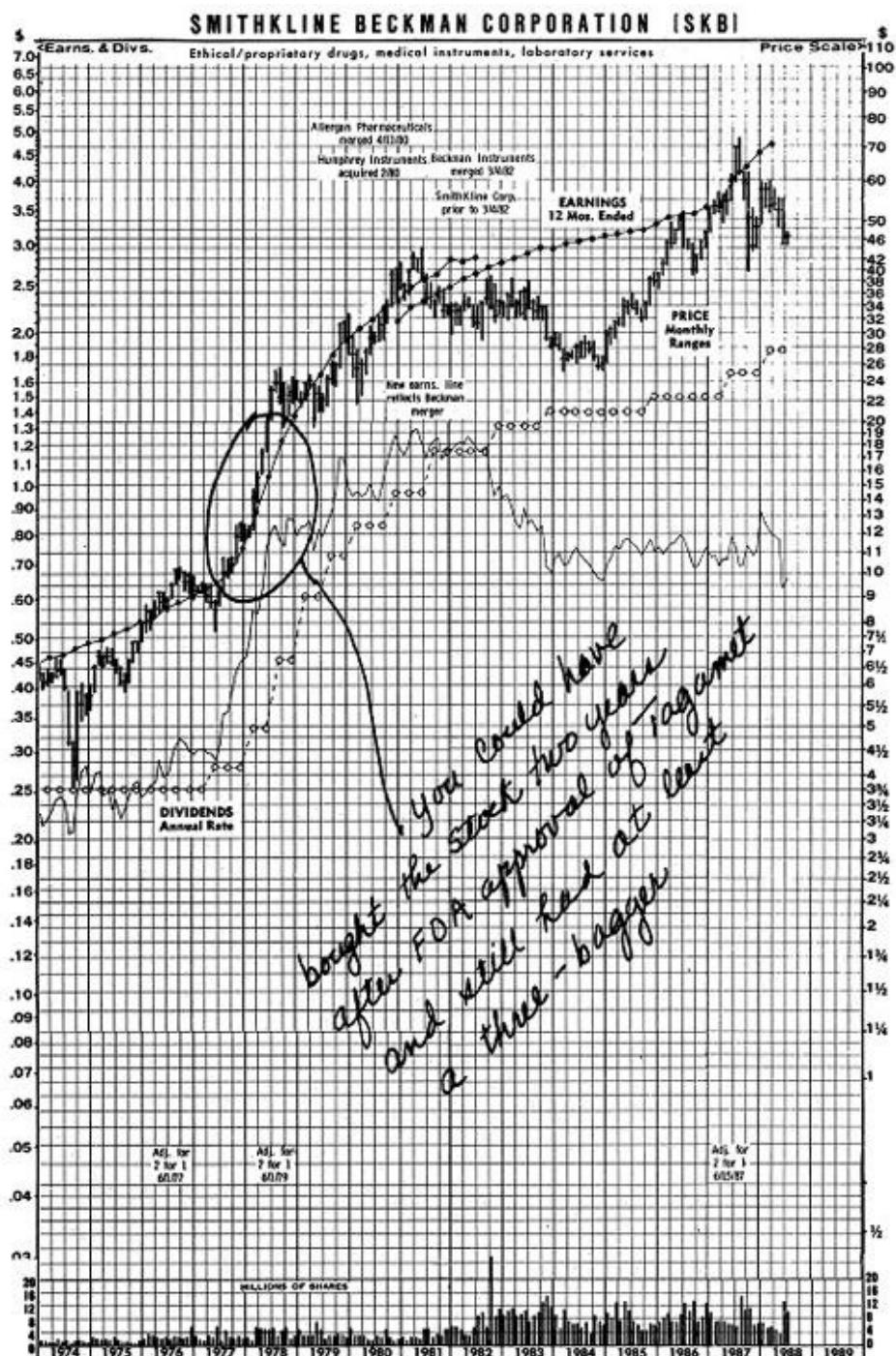
Pero si se le escapó Tagamet, aún le quedaba una segunda oportunidad con Glaxo y su propio medicamento milagroso para las úlceras: Zantac. Este pasó por el periodo de pruebas a principios de los ochenta y fue aprobado en 1983. A mediados de 1983 las acciones de Glaxo se vendían a 7,50 dólares, y en 1987 habían subido a 30 dólares.

¿Compraron acciones de SmithKline y de Glaxo los médicos que prescribían Tagamet y Zantac? Por alguna razón, dudo que fueran muchos los que lo hicieran. Es más probable que tuvieran todo su dinero metido en valores petroleros. Tal vez les hubiera llegado el rumor de que Union Oil de California podía ser absorbida. Mientras tanto, es probable que los directivos de Union Oil estuvieran comprando acciones farmacéuticas, en especial las acciones de moda de los American Surgery Centers, que se vendían a 18,50 dólares en 1982 y cayeron hasta 5 centavos.

En general, si hiciéramos una encuesta entre los médicos apueste a que solo un pequeño porcentaje habría invertido en el sector médico, y que habrían invertido más

en el petrolero; y si hiciéramos una encuesta entre los dueños de zapaterías, habrían invertido más en el sector aeroespacial que en el de los zapatos, mientras que los ingenieros aeroespaciales es probable que coquetearan con el sector de los zapatos. El por qué las acciones, como los jardines, son siempre más verdes en casa del vecino es algo que no termino de entender.

Tal vez la posibilidad de ganar dinero en una inversión resulte tan improbable a primera vista que la gente solo logre imaginárselo lo más lejos posible de su experiencia, en alguna especie de Más Allá, del mismo modo que todos imaginamos que los comportamientos perfectos tienen lugar en el cielo y no en la tierra. En consecuencia, el médico que entiende las interioridades del negocio de la farmacia se siente más cómodo invirtiendo en Schlumberger, una empresa de servicios petroleros de la que no sabe nada; por otro lado, es probable que en la cartera de los directivos de Schlumberger haya Johnson & Johnson o American Home Products.



Ciertamente, no hace falta saber nada de una empresa para que suban sus acciones. No obstante, lo importante es que 1) los expertos en petróleo están en general en mejor posición que los médicos para decidir cuándo comprar o vender Schlumberger; y 2) los médicos en general saben mejor que los expertos en petróleo cuándo invertir en un medicamento de éxito. La persona que cuenta con una ventaja de este tipo siempre está en mejor posición para adivinar la evolución de un valor, pues conocerá antes los cambios importantes que se produzcan en el sector en cuestión.

El experto en petróleo que invierte en SmithKline siguiendo la sugerencia de su bróker no sabrá que los pacientes han dejado de tomar Tagamet y se han pasado al

medicamento de la competencia hasta que la acción haya caído un 40 por ciento y la noticia esté totalmente «descontada» en el precio. «Descontar» es un eufemismo usado en Wall Street para pretender que se ha anticipado un hecho inesperado.

En cambio, el experto en petróleo será uno de los primeros en observar los síntomas de bonanza de su sector, una bonanza que hará posible un rebote de Schlumberger.

Nada impide que las personas que compran acciones de las que no saben nada tengan suerte y obtengan grandes beneficios, pero me parece que compiten con hándicaps que no tienen por qué asumir, como si un maratoniano decidiera arriesgar su reputación en una carrera de *bobsled*.

## **La doble ventaja**

Hemos estado hablando del directivo del sector petrolero y sus conocimientos, y metiéndolo en el mismo saco que los conocimientos de los clientes de Pep Boys. Por supuesto, es absurdo pretender que ambas cosas son equivalentes. En un caso se trata de la comprensión que puede tener un profesional del funcionamiento de su sector, en el otro de la percepción que puede tener un cliente del atractivo de un producto. Ambas resultan útiles para elegir acciones, pero de modos distintos.

La ventaja del profesional resulta especialmente útil para saber cuándo invertir en las acciones de empresas que llevan tiempo funcionando, en especial en los sectores llamados cíclicos. Si usted trabaja en la industria química, será uno de los primeros en detectar que aumenta la demanda de policloruro de vinilo, suben los precios y descienden los inventarios. Estará en posición de saber que no han entrado nuevos competidores en el mercado y que no se están construyendo nuevas fábricas, y que se tardan dos o tres años en construir una. Todo ello supone un aumento de beneficios para las empresas que fabrican actualmente el producto.

O bien, si usted es propietario de una tienda de neumáticos Goodyear y después de tres años de ventas mediocres se encuentra con que no puede seguir el ritmo de los nuevos pedidos que recibe, tiene una buena señal de que Goodyear está en alza. Usted ya sabía que el nuevo neumático de Goodyear es el mejor del mercado. Llama a su bróker y le pide información actualizada sobre la empresa, en lugar de esperar a que el bróker le llame para hablarle de Wang Laboratories.

Salvo que usted trabaje en algún sector relacionado con los ordenadores, ¿de qué puede servirle el consejo de Wang? ¿Qué puede saber usted que no sepan mucho mejor miles de otras personas? Si la respuesta es «nada», entonces no cuenta con ninguna ventaja en Wang. Pero si usted vende neumáticos, fabrica neumáticos, o distribuye neumáticos, lleva ventaja en Goodyear. A lo largo de las cadenas de suministro de la industria, las personas que hacen y venden cosas se encuentran con un gran número de oportunidades de inversión.

También puede tratarse del sector de los servicios, de los seguros de la propiedad

o incluso de los libros. Los compradores y los vendedores de cualquier tipo de producto están en posición de detectar excesos o carencias de existencias, cambios en el precio y en la demanda. Dicha información no resulta muy valiosa en la industria del automóvil, pues esta informa cada diez días de las ventas de coches. Wall Street está obsesionado con los coches. Pero en la mayoría de otros sectores el observador de a pie puede detectar un cambio de tendencia entre seis y doce meses antes que el analista financiero medio. Eso le da una increíble ventaja para anticipar una mejora en los beneficios, y como verá, los beneficios son lo que hace subir las acciones.

No siempre tiene que ser un cambio de tendencia en las ventas lo que llame su atención. También pueden ser unos activos increíbles que no aparecen en el balance de una empresa que usted conozca. Si usted trabaja en el sector inmobiliario, tal vez sepa que una cadena de grandes almacenes es propietaria de cuatro bloques de edificios en el centro de Atlanta que figuran en los balances a precios anteriores a la Guerra Civil. Esto es un activo oculto indudable, y pueden encontrarse oportunidades parecidas con el oro, el petróleo, el bosque maderable y las emisoras de televisión.

Lo que debe buscar es una situación donde el valor de los activos por acción de una empresa supere su precio por acción. Si tiene la suerte de encontrar un caso así, puede comprar gran cantidad de algo a cambio de nada. Yo mismo lo he hecho gran cantidad de veces.

Miles de empleados de Storer Communications y sus filiales, además de incontables personas que trabajan en la televisión por cable o en cadena, podrían haber visto que el valor de los activos de Storer en el sector de la televisión y el cable rondaban los 100 dólares por acción, mientras que las acciones se vendían a 30 dólares. Los directivos lo sabían, los programadores podrían haberlo sabido, los cámaras podrían haberlo sabido, e incluso las personas que instalaban el cable en la casa podrían haberlo sabido. Todo cuanto debían hacer era comprar acciones de Storer a 35, 40 o 50 dólares y esperar a que los expertos de Wall Street se enteraran del asunto. Ciertamente, Storer fue privatizada a finales de 1985 a 93,50 dólares la acción, lo que en 1988 habría sido un precio de ganga.

Podría seguir hablando el resto del libro de la ventaja que supone trabajar en algún negocio para el inversor medio. Por otro lado, está la ventaja del consumidor, que ayuda a escoger las acciones ganadoras de empresas nuevas y pequeñas de crecimiento rápido, sobre todo en el comercio minorista. Sea cual sea la ventaja con la que usted cuenta, la parte excitante del asunto es que puede desplegar su propio sistema de detección de acciones al margen de los canales habituales de Wall Street, donde las noticias siempre le llegarán tarde.

### **Mi magnífica ventaja**

¿Quién podría tener realmente una ventaja mayor que la mía, ahí sentado en mi oficina de Fidelity en pleno *boom* de los servicios financieros y los fondos de

inversión? Esa fue mi ocasión de compensar el hecho de haber dejado escapar Pebble Beach. Tal vez se me pueda perdonar por perderme ese estupendo caso de activo oculto. El golf y la navegación son mis *hobbies* preferidos para el verano, pero los fondos de inversión son mi trabajo habitual.

Llevaba casi dos décadas trabajando aquí. Conozco a la mitad de los directivos de las principales empresas de servicios financieros, estoy atento a las subidas y bajadas diarias del mercado, y puedo detectar tendencias importantes meses antes que los analistas de Wall Street. No se podía estar más estratégicamente situado para aprovechar la bonanza de principios de la década de 1980.

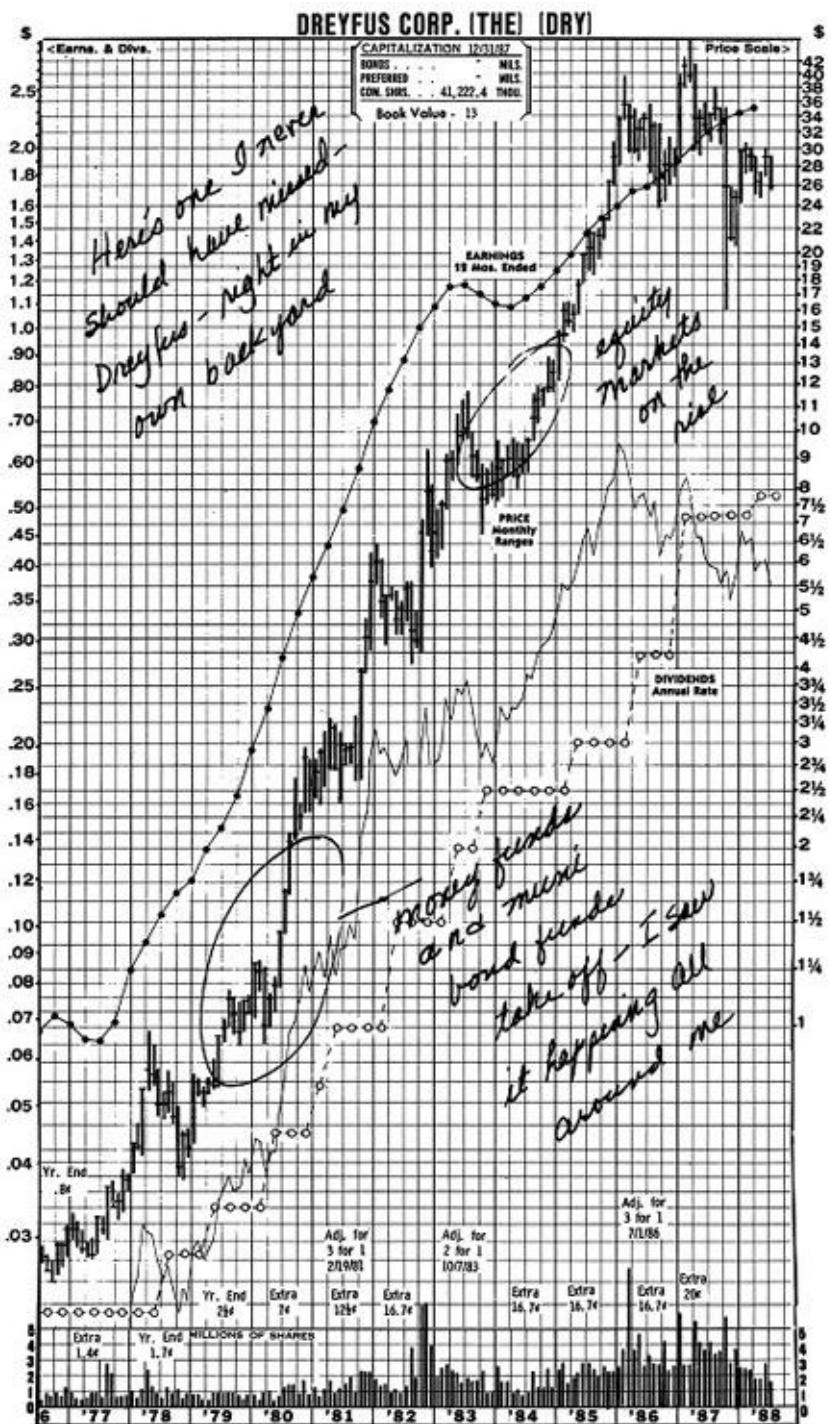
La gente que publica prospectos debió darse cuenta: apenas podían mantener el ritmo de nuevos accionistas en los fondos de inversión. Los de ventas tampoco pudieron dejar de enterarse, pues no paraban de cruzar el país en una dirección y en otra con sus Winnebagos y volvían con miles de millones en nuevos activos. Los de mantenimiento tuvieron que ver la ampliación de las oficinas de Federated, Franklin, Dreyfus y Fidelity. Las empresas que vendían fondos de inversión tenían más beneficios que nunca antes en su historia. Era una auténtica fiebre.

Fidelity no es una empresa cotizada en bolsa, de modo que no podía invertir aquí. Pero ¿y Dreyfus? ¿Quieren ver un gráfico que sube sin parar? Sus acciones se vendían a 40 centavos en 1977 y a casi 40 dólares en 1986, una *100-bagger* en nueve años, y buena parte de la subida tuvo lugar en un contexto de mercado bastante malo. Franklin fue una *138-bagger*, y Federated multiplicó su valor por cincuenta antes de ser comprado por Aetna. Yo estaba al tanto de todo. Conocía la historia de Dreyfus, la historia de Franklin y la historia de Federated de la primera a la última letra. Todo iba bien, los beneficios subían, la tendencia era evidente (véase el gráfico).

¿Cuánto saqué de todo esto? Cero patatero. No compré una sola acción de ninguna empresa de servicios financieros; ni de Dreyfus, ni de Federated, ni de Franklin. Me perdí toda la fiesta y no lo vi hasta que era demasiado tarde. Supongo que estaba demasiado ocupado pensando en Union Oil de California, igual que los médicos.

Cada vez que miro el gráfico de Dreyfus, me acuerdo del consejo que les estoy dando desde el principio: inviertan en cosas que conozcan. Ninguno de nosotros debería dejar escapar una oportunidad como esta otra vez, y yo por lo menos no lo hice. En 1987 el mercado me dio otra oportunidad con Dreyfus (véase el capítulo 17).

La lista que sigue es solo una enumeración parcial de las muchas *10-baggers* que o bien no compré o bien vendí demasiado pronto durante el periodo en que estuve al frente de Magellan. En algunos casos conseguí parte de las ganancias, y en otros conseguí incluso perder dinero a base de falta de sentido de la oportunidad y confusión mental. Verán que la lista llega solo hasta la *m*, pero eso es solo porque me cansé de anotarlas. Si esta es una lista incompleta, ya pueden imaginarse cuántas oportunidades tiene que haber ahí fuera.



## **Grandes oportunidades perdidas**

AAR	EG&G
Adams-Millis	Emerson Radio
Affiliated Publications	Ethyl
Albert's	Figgie International
Alexander & Baldwin	First Boston
Alexander's	Flightsafety Intl.
Allegheny Corp.	Flowers
Alza	Forest Labs
American Family	Fuqua Industries
American Greetings	The Gap
American International	Geico
Ames Department Stores	General Cinema
Anheuser-Busch	Giant Food
Automatic Data Processing	Handleman
Aydin	Harland (John)
Ball	Helene Curtis
Bard (CR)	Hershey Foods
Bemis	Hillenbrand
Bergen Brunswig	Hospital Corp. Amer.
Betz Labs	Houghton Mifflin
Brunswick	Humana
Capital Cities	Jostens
Carolina Freight	Limited (The)
Carson Pirie Scott	Liz Claiborne
Carter Wallace	Lockheed
Chicago Milwaukee	Loews
Chris-Craft	Manor Care
Commercial Metals	Marriott
Community Psychiatric	McGraw Hill
Cray Research	Media General
Dean Foods	Melville
Deluxe Check Printers	Meredith
Dillards	Molex
Dow Jones	Mylan
Dun & Bradstreet	

## Lo tengo, lo tengo... ¿Qué tengo?

Sea cual sea la vía por la que una determinada acción ha captado su atención, ya sea porque lo has visto en el trabajo, en el centro comercial, porque lo has comido, comprado, o escuchado decir a tu bróker, a tu suegra o incluso al supervisor de libertad condicional de Ivan Boesky<sup>[24]</sup>, tal descubrimiento no es en sí mismo una señal de compra. El mero hecho de que Dunkin' Donuts esté siempre atestado de clientes o que Reynolds Metals apenas pueda atender sus pedidos no significa que debamos comprar sus acciones. No todavía. Lo único que tenemos por el momento es el título de una historia que todavía está por desarrollar.

En realidad, usted debería tratar esa información inicial (con independencia de su origen) como si fuera una pista anónima e intrigante que alguien hubiera puesto misteriosamente en su buzón. De ese modo podrá refrenar su impulso de comprar el valor solo porque ha visto algo que le gustaba, o peor, por la reputación de quien le pasó la información, como cuando alguien dice: «El tío Harry lo ha comprado y es rico, o sea que debe saber lo que hace». O: «El tío Harry lo ha comprado y lo mismo pienso hacer yo, porque su último consejo de bolsa dobló su valor».

Desarrollar la historia no cuesta mucho trabajo: un par de horas a lo sumo. En los próximos capítulos voy a explicarle cómo lo hago yo, y dónde puede usted encontrar las fuentes más útiles de información.

En mi opinión, esta fase es tan importante para tener éxito en el mercado de valores como el voto previo de ignorar sus vaivenes a corto plazo. Tal vez algunas personas ganen dinero en bolsa sin realizar ninguna de las comprobaciones que describiré, pero ¿por qué asumir riesgos innecesarios? **Invertir sin investigar es como jugar al stud poker sin mirar en ningún momento las cartas.**

Por alguna razón, todo el asunto de analizar acciones ha tomado un aspecto tan técnico y esotérico que personas cuidadosas en sus compras más corrientes invierten los ahorros de toda su vida al albur de un capricho. La misma pareja que dedica un fin de semana a buscar las mejores tarifas de avión para Londres compra 500 acciones de KLM sin dedicar cinco minutos a informarse sobre la compañía.

Volvamos a los Houndsteeth. Ambos están convencidos de ser unos consumidores informados, hasta el punto de leerse las etiquetas de las fundas de los cojines. Comparan los pesos y los precios de las cajas de jabón de lavadora para encontrar la mejor compra. Calculan la relación vatios-lumens de las diversas bombillas, pero todo lo que logran ahorrar de este modo se queda en nada al lado de sus fiascos en la bolsa.

Casi creo estar viendo al señor Houndstooth en su butaca reclinable, leyendo el

artículo de *Consumer Reports* sobre la densidad y absorción comparativa de cinco conocidas marcas de papel higiénico. Está tratando de decidir si se pasan a Charmin. Pero ¿dedicará la misma cantidad de tiempo a leer el informe anual de Procter and Gamble, la empresa que fabrica Charmin, antes de invertir 5000 dólares en sus acciones? Por supuesto que no. Comprará las acciones primero y luego arrojará el informe anual de Procter and Gamble a la papelera.

El síndrome Charmin es muy común, pero también fácil de curar. Basta con que usted dedique a la selección de acciones el mismo esfuerzo que dedica a comprar las verduras. Eso vale también para las acciones que usted pueda tener ya en cartera, pues tal vez descubra que algunas de ellas no pueden estar a la altura de sus expectativas. La razón es que hay distintas clases de acciones, y hay límites a lo que cada una de ellas puede dar de sí. Para desarrollar la historia usted deberá realizar una serie de distinciones iniciales.

### **¿Dónde están los beneficios?**

Procter and Gamble es una buena ilustración de lo que estoy diciendo. Como recordará, antes mencioné que L'eggs fue uno de los dos lanzamientos más rentables de los años setenta. El otro fue Pampers. Cualquier amigo o familiar de un bebé podía darse cuenta de lo populares que eran los Pampers, y en la misma caja dice que Pampers son un producto de Procter and Gamble.

Pero ¿es eso razón suficiente para ir corriendo a comprar las acciones de la empresa? No si usted ha empezado a desarrollar la historia. En tal caso, en apenas cinco minutos, usted se habría percatado de que Procter and Gamble es una empresa gigantesca y que las ventas de Pampers solo constituyen una pequeña parte de sus beneficios. Pampers fueron una buena noticia para Procter and Gamble, pero su impacto fue mucho menor que el de L'eggs para una empresa más pequeña como Hanes.

Si usted se está planteando comprar una acción pensando en un producto específico de la empresa, lo primero que debe tratar de saber es: ¿Qué impacto puede tener el éxito del producto sobre los resultados de la empresa? En febrero de 1988, recuerdo que los inversores se entusiasmaron por Retin-A, una crema para la piel de Johnson & Johnson. La crema se había estado vendiendo desde 1971 como un remedio contra el acné, pero un estudio médico reciente indicaba que también podía ser eficaz contra las manchas y las marcas dejadas por el sol. Los periódicos quedaron encantados con la historia y los titulares empezaron a llamarlo crema antiedad y «el remedio contra las arrugas». Cualquiera habría pensado que Johnson & Johnson había descubierto la Fuente de la Eterna Juventud.

¿Y qué fue lo que ocurrió? El precio de la acción de Johnson & Johnson subió 8 dólares en dos días (21-22 de enero de 1988), lo que supuso un incremento de 1400 millones de dólares en el valor bursátil de la compañía. En medio de tanta exaltación

los compradores se habían olvidado de comprobar que las ventas de Retin-A del año anterior supusieron unos ingresos anuales de 30 millones de dólares para la compañía, y que todavía estaban pendientes nuevos estudios de la FDA para confirmar las informaciones publicadas.

En otro caso que se produjo más o menos por la misma época, los inversores hicieron mejor los deberes. Un nuevo estudio médico concluyó que tomar una aspirina cada día podía reducir el riesgo de ataques cardíacos. El estudio se había basado en la marca Bufferin de aspirina, producida por Bristol-Myers, pero las acciones de esta empresa apenas subieron 50 centavos, hasta los 42,25 dólares. Mucha gente debió darse cuenta de que las ventas de Bufferin a nivel nacional apenas habían alcanzado los 75 millones de dólares el año anterior, menos del 1,5 por ciento de los 5300 millones de dólares de los ingresos totales de Bristol-Myers.

Una inversión algo mejor en aspirinas hubiera sido Sterling Drug, fabricante de la aspirina Bayer antes de ser comprada por Eastman Kodak. Las ventas de la aspirina Sterling suponían el 6,5 por ciento de los ingresos totales de la empresa, pero casi el 15 por ciento de sus beneficios, pues la aspirina era el producto más rentable de Sterling.

### **Grandes empresas, pequeños movimientos**

El tamaño de una empresa tiene mucho que ver con lo que pueden dar de sí sus acciones. ¿Cuán grande es la empresa por la que usted se ha interesado? Salvo circunstancias especiales, las grandes empresas no registran grandes cambios en bolsa. En algunos mercados rinden bien, pero los grandes movimientos se dan con empresas más pequeñas. No compre acciones de un gigante como Coca-Cola esperando cuadruplicar su dinero en dos años. Si compra Coca-Cola al precio adecuado, es posible que triplique su dinero en seis años, pero no le tocará el premio gordo en dos.

No hay nada de malo en invertir en Procter and Gamble o en Coca-Cola, y últimamente han dado rendimientos excelentes. Pero hay que tener presente que se trata de grandes empresas, para no crearse falsas esperanzas o expectativas poco realistas.

A veces pueden darse una serie de circunstancias desafortunadas que pongan en aprietos a una gran empresa, y si más tarde se recupera sus acciones pueden dar un salto considerable. Eso fue lo que sucedió con Chrysler, y también con Ford y Bethlehem Steel. Cuando Burlington Northern entró en fase depresiva, sus acciones cayeron de 12 a 6 dólares, para luego remontar nuevamente hasta 70 dólares. Pero todo eso son casos extraordinarios que entran dentro de la categoría de grandes recuperaciones. En circunstancias normales, empresas de miles de millones de dólares como Chrysler o Burlington Northern, DuPont o Dow Chemical, Procter and Gamble o Coca-Cola, simplemente no pueden crecer a la velocidad suficiente para

convertirse en 10-bagger.

Que una compañía como General Electric duplique o triplique su tamaño en un futuro predecible es una imposibilidad matemática. GE ha llegado a ser ya tan grande que representa casi el uno por ciento del PIB de Estados Unidos. Cada vez que gastamos un dólar, GE se lleva casi un penique. Piénselo. De todos los billones de dólares que gastan cada año los consumidores norteamericanos, casi un penique de cada dólar va a parar a bienes o servicios (bombillas, electrodomésticos, seguros, la National Broadcasting Corporation [NBC], etc.) suministrados por GE.

He aquí una compañía que lo ha hecho todo bien: ha realizado adquisiciones sensatas; ha desarrollado nuevos productos de éxito; se ha quitado de encima filiales poco rentables; ha evitado caer en la trampa del negocio informático (después de vender su error a Honeywell), y a pesar de que todo el crecimiento de sus acciones es mediocre. No es culpa de GE. Sus acciones no pueden sino tener un crecimiento mediocre, pues van asociadas a una empresa inmensa.

GE tiene 900 millones de acciones emitidas, y un valor total de mercado de 39 000 millones de dólares. Sus beneficios anuales, más de 3000 millones de dólares, bastan por sí solos para calificarla como empresa Fortune 500. Es simplemente imposible que GE acelere demasiado su crecimiento sin conquistar el mundo. Y puesto que lo que impulsa el aumento de precio de las acciones es el crecimiento, no es extraño que el precio de GE suba lentamente mientras que el de La Quinta se dispara.

A falta de otros factores, las empresas pequeñas dan los mejores resultados. A lo largo de la última década usted habría ganado más dinero en Pic 'N' Save que en Sears, aunque ambas sean cadenas comerciales. Ahora que Waste Management se ha convertido en un conglomerado de miles de millones de dólares, es probable que vaya quedando rezagado detrás de las nuevas empresas que entran en el sector del tratamiento de residuos. En el resurgimiento de la industria del acero que hemos visto recientemente, les ha ido mejor a los accionistas de la pequeña Nucor que a los de U. S. Steel (ahora USX). Y en el anterior resurgimiento de la industria farmacéutica, la pequeña SmithKline Beckman dio mejor rendimiento que American Home Products.

## Las seis categorías

Una vez establecido el tamaño relativo de la empresa dentro de su sector, lo siguiente que hago es clasificarla en una de las siguientes seis categorías generales: valores de bajo crecimiento, valores estables, valores de alto crecimiento, valores cíclicos, valores de activo oculto y valores recuperables. Hay casi tantas formas de clasificar valores como brókers, pero mi experiencia me demuestra que estas seis categorías cubren todas las distinciones útiles que debe realizar cualquier inversor.

Los países tienen una tasa de crecimiento (el PIB), los sectores económicos tienen una tasa de crecimiento, y lo mismo ocurre con las empresas. Cualquiera que sea la

entidad de la que estamos hablando, cuando decimos que «crece» significa que este año ha hecho más que el anterior de lo que sea que haga: fabricar coches, abrillantar zapatos, vender hamburguesas. El presidente Eisenhower dijo un vez que «las cosas son más como son ahora de lo que habían sido nunca». Es una definición bastante buena del crecimiento económico.

El seguimiento de las tasas de crecimiento de los distintos sectores económicos es un sector económico en sí mismo. Existen infinitos gráficos, tablas y comparaciones. Resulta más delicado en el caso de las empresas individuales, pues hay diversas formas de medir su crecimiento, según se consideren las ventas, los beneficios, los ingresos, etc. Pero cuando uno oye hablar de una «empresa de crecimiento», puede dar por sentado que es una empresa en expansión. Cada año que pasa hay más ventas, más producción y más beneficios.

El crecimiento de una empresa individual se mide en comparación con el crecimiento de la economía en su conjunto. Las empresas de bajo crecimiento, como seguramente habrá adivinado usted, crecen muy lentamente, más o menos al ritmo del PIB nacional, que últimamente se ha mantenido en una media del 3 por ciento anual. Las empresas de alto crecimiento, en cambio, crecen muy rápidamente, hasta un 20 o 30 por ciento anual. Ahí es donde deben buscarse las acciones más explosivas.

Tres de mis seis categorías tienen que ver con valores de crecimiento. Dentro de los valores de crecimiento distingo entre valores de bajo crecimiento (perezosos), valores de crecimiento medio (estables) y valores de alto crecimiento (la clase de valores que más deben interesarnos).

### ***Los valores de bajo crecimiento***

Normalmente, se espera que las grandes empresas de larga trayectoria tengan un crecimiento algo superior al del PIB. Las empresas de bajo crecimiento no siempre estuvieron en esa categoría. Empezaron siendo empresas de alto crecimiento y a partir de cierto punto empezaron a perder fuelle, ya fuera porque habían llegado tan lejos como podían, o porque se cansaron de sacar el máximo de su potencial. Cuando un sector económico en conjunto pierde impulso (lo que parece ocurrir a menudo) lo mismo les ocurre a la mayoría de las empresas que forman parte de él.

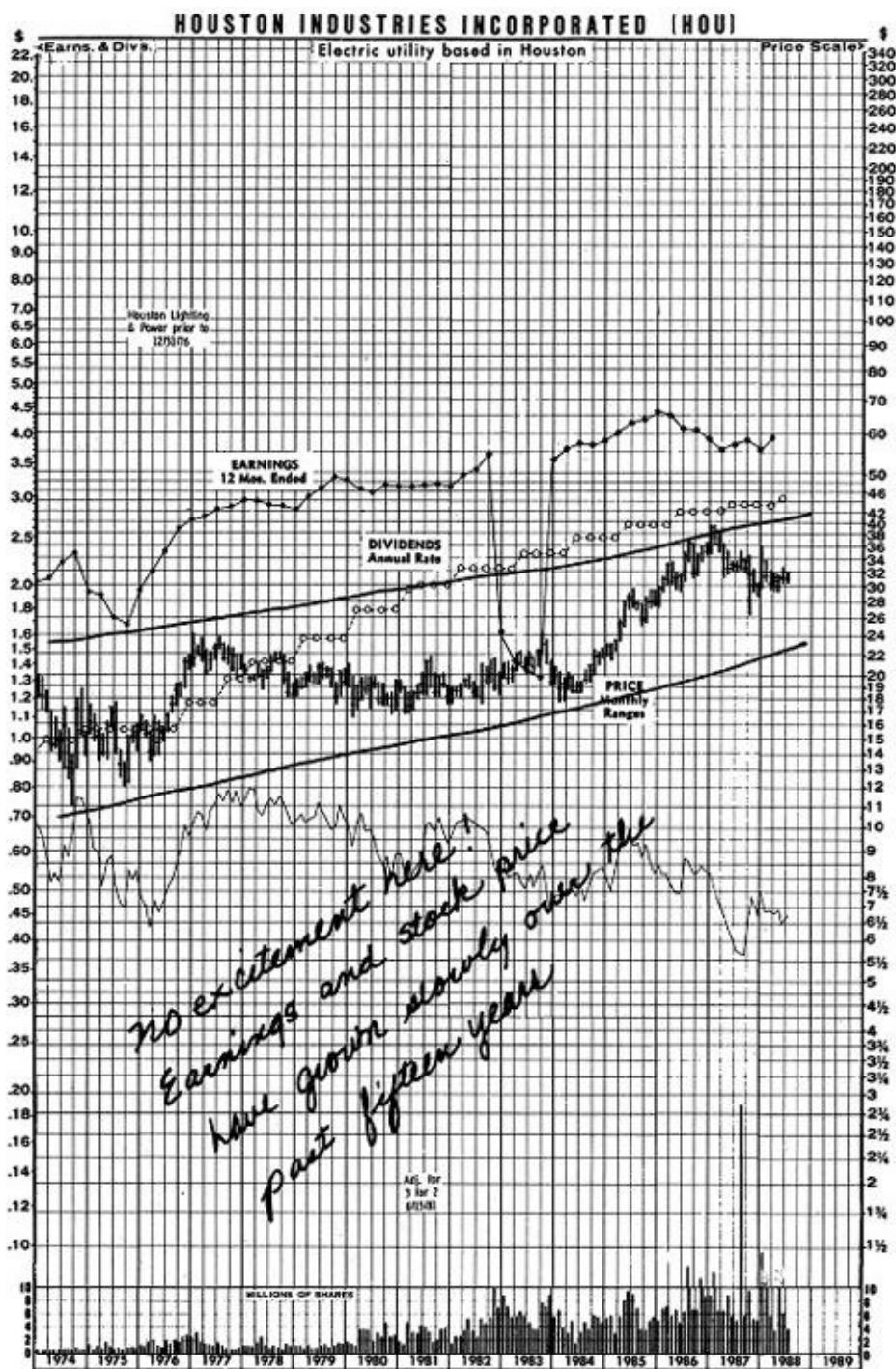
Las compañías eléctricas son algunas de las empresas de bajo crecimiento más populares en nuestros días, pero en la década de 1950 y hasta bien entrada la de 1960 eran empresas de alto crecimiento, con tasas que duplicaban el crecimiento del PIB. Eran empresas de éxito y grandes inversiones de bolsa. A medida que la gente se instalaba aire acondicionado en casa, se compraba neveras y congeladores, y en general aumentaba su factura eléctrica, la electricidad de consumo se fue convirtiendo en un sector de alto crecimiento y las principales compañías eléctricas, en especial en el Cinturón del Sol [Sunbelt], alcanzaron tasas de crecimiento de dos

dígitos. En la década de 1970, a medida que subía el coste de la energía, los consumidores aprendieron a ahorrar electricidad y las compañías eléctricas ralentizaron su crecimiento.

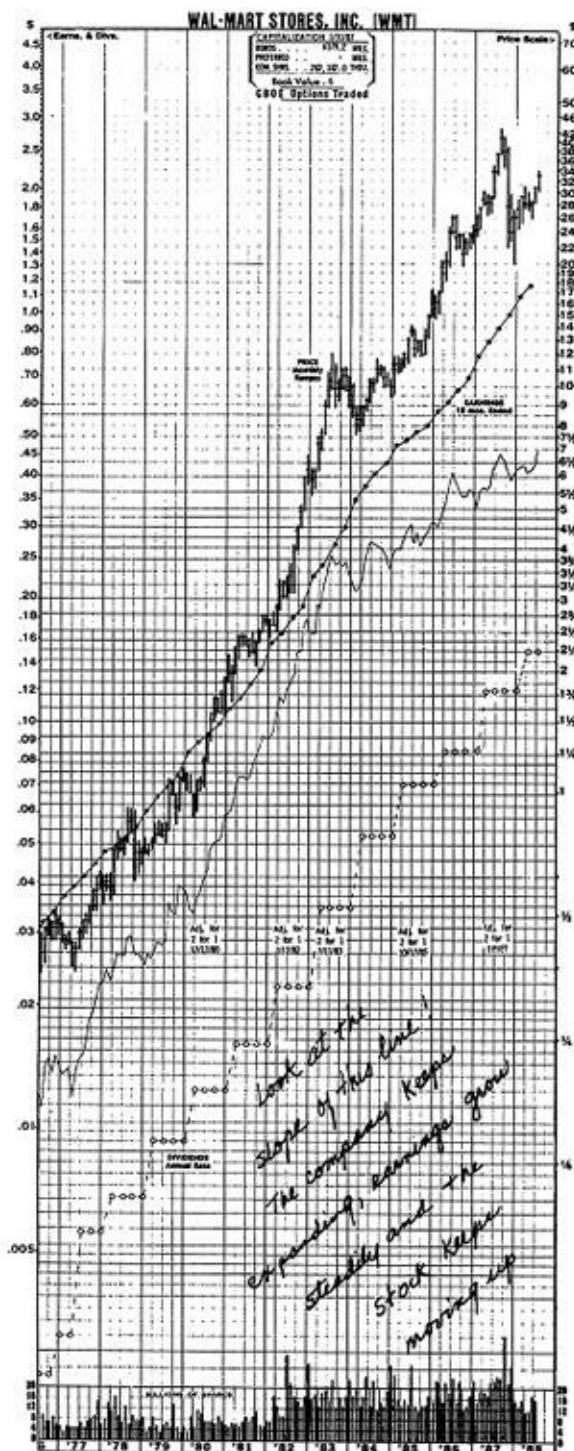
Tarde o temprano todos los sectores de gran crecimiento se terminan convirtiendo en sectores de bajo crecimiento, y un gran número de analistas y pronosticadores se pillan los dedos. Siempre hay tendencia a pensar que las cosas no van a cambiar nunca, pero inevitablemente lo van a hacer. Alcoa tenía tiempo atrás una reputación parecida a la de Apple Computer en nuestros días, porque el aluminio era un sector de alto crecimiento. En los años veinte, las compañías ferroviarias eran las grandes empresas de crecimiento, y cuando Walter Chrysler dejó los ferrocarriles para montar una fábrica de automóviles tuvo que aceptar una rebaja de sueldo. «Esto no es el ferrocarril, señor Chrysler», le dijeron.

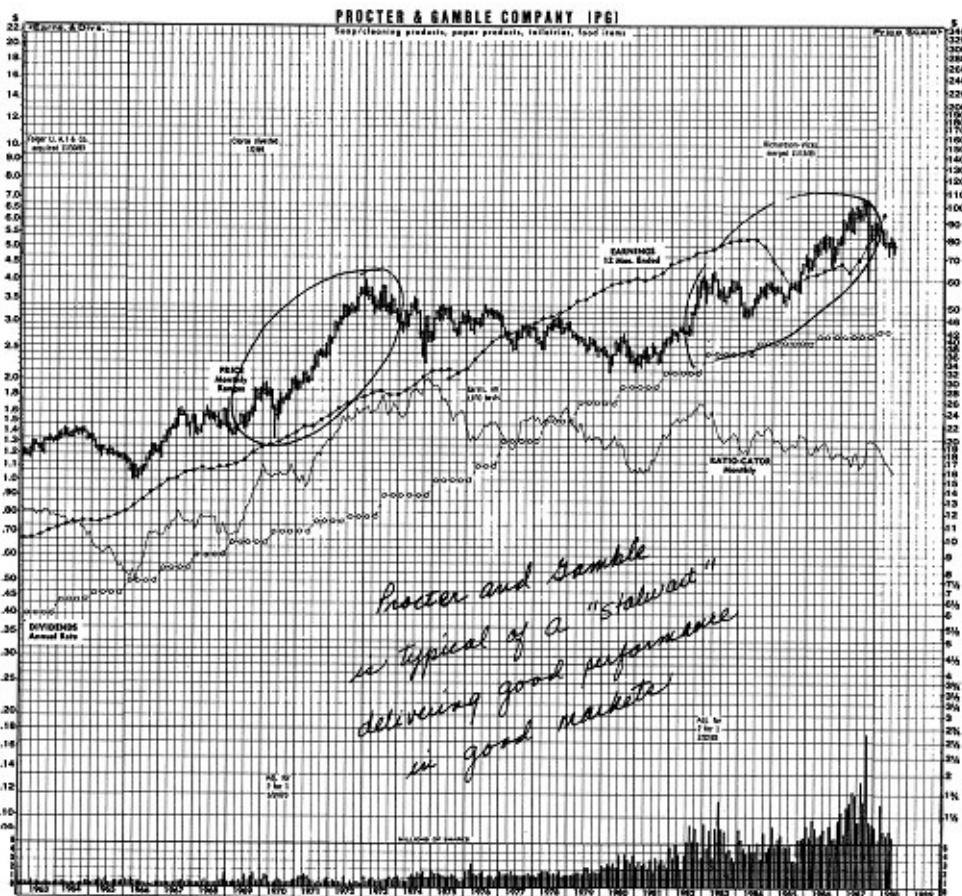
Luego los coches se convirtieron en el nuevo sector de alto crecimiento, y más tarde el acero, la industria química, las compañías eléctricas y la informática. Ahora incluso el sector de la informática empieza a frenar, por lo menos en las partes del sector dedicadas a ordenadores centrales y miniordenadores. IBM y Digital podrían ser las empresas de bajo crecimiento de mañana.

Resulta fácil reconocer a una empresa de bajo crecimiento en alguno de los libros de gráficos de acciones que puede conseguir de su bróker o de la biblioteca de su localidad. El gráfico de una empresa de bajo crecimiento como Houston Industries se parece a un mapa topográfico de Delaware, que como usted seguramente sabrá no tiene montañas. Compare este gráfico con el de Wal-Mart, que parece el lanzamiento de un cohete, y comprenderá que Wal-Mart claramente no es ninguna empresa de bajo crecimiento (véanse los gráficos adjuntos).



Otro indicio seguro de que una empresa es de bajo crecimiento es que pague un dividendo generoso y regular. Tal como veremos con más detalle en el capítulo 13, las empresas pagan dividendos generosos cuando no logran encontrar nuevos modos de usar el dinero para ampliar la empresa. Los directivos preferirían mucho antes ampliar el negocio, algo que siempre contribuye a aumentar su prestigio, a pagar dividendos, algo mecánico y que no requiere ninguna imaginación.





Esto no significa que pagar dividendos sea una mala decisión por parte de los directivos de una empresa. En muchos casos es el mejor uso que se puede dar a los beneficios de la empresa. (Véase el capítulo 13).

No encontrará muchas empresas que crezcan al dos o al cuatro por ciento en mi cartera, porque cuando una empresa no va deprisa a ningún sitio, tampoco lo hará el precio de sus acciones. Si lo que enriquece a una empresa es el aumento de sus beneficios, ¿por qué perder tiempo con las perezosas?

### ***Las empresas estables***

Las empresas estables son empresas como Coca-Cola, BristolMyers, Procter and Gamble, las dos Bell Telephone, Hershey's, Ralston Purina y Colgate-Palmolive. Ninguno de esos titanes de miles de millones de dólares es exactamente ágil escalando, pero sí lo hacen más deprisa que las empresas de bajo crecimiento. Como se puede ver en el gráfico de Procter and Gamble, no es tan llano como el mapa de Delaware, sin ser tampoco un Everest. Cuando uno se mete en el mundo de las empresas estables, se encuentra más bien en las faldas de las montañas: un incremento del 10-12 por ciento anual en los beneficios.

Se pueden obtener ganancias considerables con las empresas estables, según cuándo se compren y a qué precio. Como puede ver en el gráfico de Procter and Gamble, sus acciones rindieron bien durante la década de 1980. Sin embargo, si las

hubiera comprado en 1963 solo habría multiplicado por cuatro su dinero. Mantener una acción durante veinticinco años para obtener esta clase de rendimiento no es una perspectiva demasiado excitante, pues no es un resultado mucho mejor que el de comprar bonos o quedarse en un fondo del mercado monetario.

De hecho, cuando alguien se pavonea de haber duplicado o triplicado su dinero con una empresa de esta categoría (o con cualquier empresa, por cierto), su siguiente pregunta debería ser: «¿Y cuánto tiempo la tuvo en cartera?». En muchos casos, el riesgo asumido con la propiedad de las acciones no se tradujo en ninguna ventaja para el propietario, quien por tanto asumió un riesgo a cambio de nada.

En el mercado que hemos vivido desde 1980 las empresas estables han rendido razonablemente bien, pero no han hecho nada excepcional. En la mayoría de los casos se trata de empresas gigantescas, y no es habitual conseguir una *10-bagger* con Bristol-Myers o Coca-Cola. De modo que si usted tiene en cartera una empresa estable como Bristol-Myers y ha subido un 50 por ciento en un año o dos, debería plantearse si con eso es suficiente y debería empezar a pensar en vender. ¿Cuánto más cree que puede sacar de Colgate-Palmolive? No se va a hacer millonario como podría hacerlo con Subaru, a menos que se dé alguna circunstancia muy extraordinaria de la que ya debería haber oído hablar.

En circunstancias normales, usted debería estar encantado de conseguir un rendimiento de un 50 por ciento en dos años. Con las empresas estables hay que ser más rápido en recoger beneficios que con empresas como Shoney's, o con Service Corporation International. Normalmente compro empresas estables buscando una ganancia de entre el 30 y el 50 por ciento, tras lo cual vendo y repito el proceso con valores parecidos que todavía no se han revalorizado.

Siempre mantengo algunas empresas estables en mi cartera porque son una protección muy buena durante las recesiones y los tiempos difíciles. En este gráfico se puede ver que durante el periodo 1981-1982, cuando el país parecía caerse a pedazos y la bolsa se hundió con él, Bristol-Myers se quedó dónde estaba (véase el gráfico). Como ya hemos visto, no le fue tan bien en el descalabro de 1973-1974, pero nadie escapó a eso y por otro lado la bolsa estaba muy sobrevalorada entonces. En general, Bristol Myers y Kellogg, Coca-Cola y MMM, Ralston Purina y Procter and Gamble son buenos compañeros en una crisis. Sabes que no irán a la quiebra, y pronto se revalorizarán y recuperarán su precio anterior.

Bristol-Myers solo ha estado en rojo un trimestre en veinte años, y Kellogg ninguno en treinta. No es ningún accidente que Kellogg sobreviva a las recesiones. Por mal que se pongan las cosas, la gente seguirá comiendo cornflakes. Tal vez hagan menos viajes, retrasen la compra de un nuevo coche, compren menos ropa y chismes caros, y pidan langosta menos veces cuando salgan a cenar en un restaurante, pero comerán tantos cornflakes como siempre. Tal vez más incluso, para compensar las langostas que no se han pedido.

La gente tampoco compra menos comida de perro en las recesiones, razón por la

cual Ralston Purina es una acción relativamente segura. De hecho, mientras escribo estas líneas mis colegas se están lanzando sobre las Kelloggs y las Ralston Purinas, empujados por el miedo a la recesión.

### ***Las empresas de alto crecimiento***

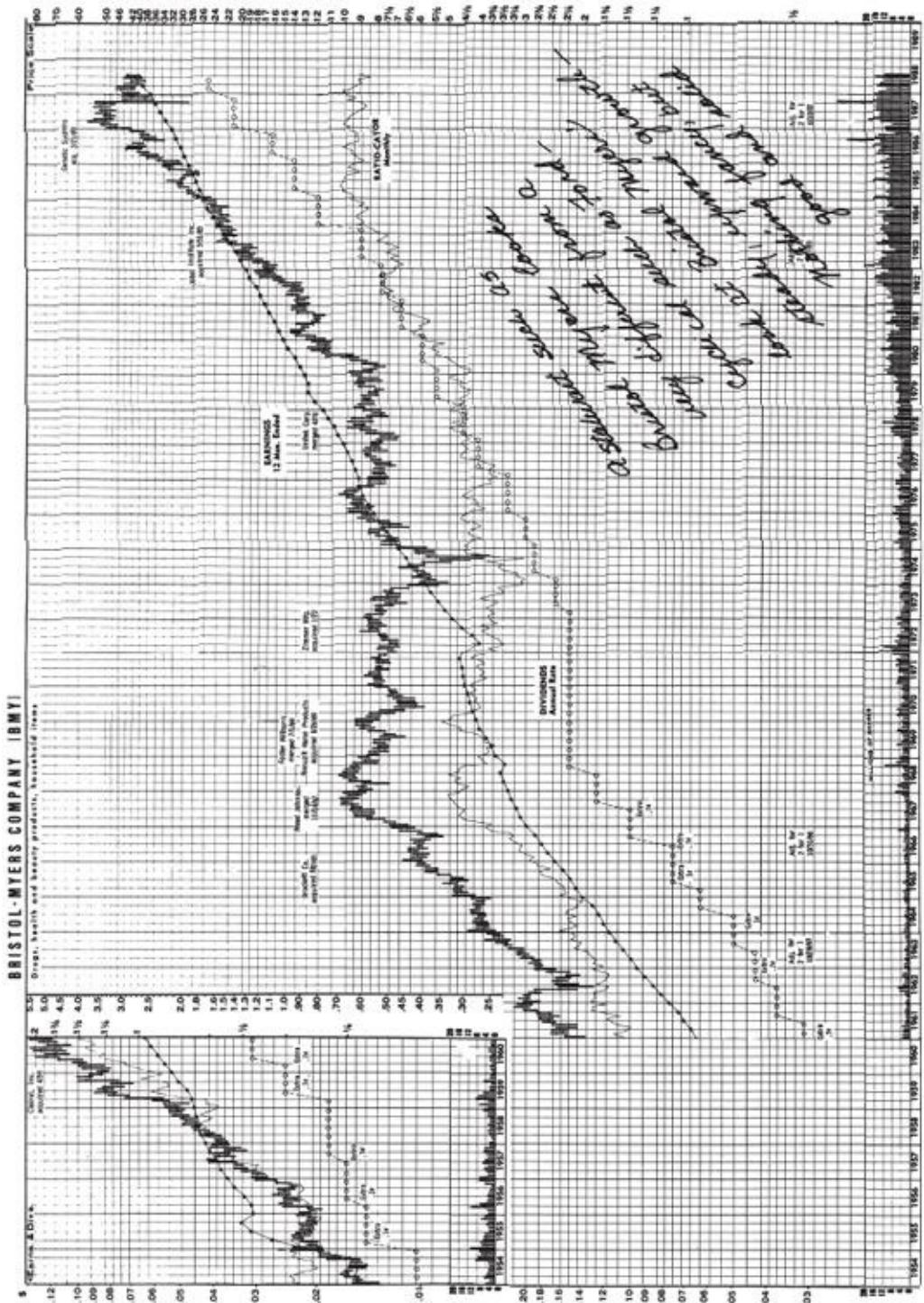
He aquí algunas de mis inversiones preferidas: empresas nuevas, pequeñas y agresivas que crecen a una tasa del 20 o el 25 por ciento anual. Si uno elige bien, este es el territorio de las 10- a 40-baggers, e incluso las 200-baggers. En una cartera pequeña, una o dos de estas pueden justificar toda una carrera como inversor.

Una empresa de alto crecimiento no tiene por qué pertenecer necesariamente a un sector de alto crecimiento. De hecho, es mejor que no sea así, como veremos en el capítulo 8. Todo cuanto hace falta es que se abran nuevos espacios en un sector de bajo crecimiento. El sector cervecero es de bajo crecimiento, pero Anheuser-Busch ha experimentado un gran crecimiento a base de absorber cuota de mercado y atraer a consumidores de marcas rivales. El negocio hotelero solo crece un 2 por ciento anual, pero Marriott ha podido crecer un 20 por ciento a lo largo de la última década gracias a que capturó un segmento más grande del mercado.

Lo mismo puede decirse de Taco Bell en el negocio de la comida rápida, de Wal-Mart en el de los grandes almacenes, y de The Gap en el comercio minorista de moda-textil. Todas estas empresas de nueva creación encontraron la fórmula del éxito en un lugar, y luego la repitieron una y otra vez, centro comercial por centro comercial y ciudad por ciudad. La expansión hacia nuevos mercados tiene como resultado una tremenda aceleración en los beneficios, que propulsa el precio de las acciones hasta alturas mareantes.

Hay mucho riesgo en las empresas de alto crecimiento, sobre todo en empresas jóvenes con un exceso de entusiasmo y un déficit de financiación. Cuando una empresa con dificultades de financiación tiene problemas acostumbra a terminar en concurso de acreedores. Por otro lado, Wall Street no tiene en gran estima a las empresas de alto crecimiento que pierden fuelle y se quedan en bajo crecimiento, y cuando eso sucede las acciones reciben un buen revolcón.

Ya he mencionado cómo las compañías eléctricas, sobre todo las del Cinturón del Sol, pasaron de alto a bajo crecimiento. En la década de 1960 la industria del plástico era de alto crecimiento. El plástico estaba tan presente en la mente de la gente que cuando la palabra «plástico» le fue susurrada a Dustin Hoffman en la película *El graduado*, se convirtió en una línea célebre de guion. Dow Chemical se metió en la industria del plástico, volvió a crecer con fuerza y se convirtió en una popular empresa de alto crecimiento durante varios años. Luego su crecimiento empezó a declinar y Dow se convirtió en una sobria empresa química, una perezosa con algún altibajo cíclico.



El aluminio siguió siendo una industria de alto crecimiento incluso en la década de 1960, lo mismo ocurrió con las alfombras, pero cuando ambos sectores maduraron el crecimiento de sus empresas se fue acercando al PIB, y la bolsa se aburrió de ellas.

De modo que mientras las pequeñas empresas de alto crecimiento corren el riesgo de extinguirse, las grandes empresas de alto crecimiento corren el riesgo de una rápida devaluación cuando empiezan a perder ritmo. En cuanto una empresa de alto crecimiento se vuelve demasiado grande, se enfrenta al mismo dilema de Gulliver en Liliput. Simplemente no hay espacio suficiente para seguir creciendo.

Pero mientras pueden mantener el ritmo, las empresas de alto crecimiento son las grandes triunfadoras de la bolsa. Yo busco las que tienen un buen balance y obtienen

buenos beneficios. La clave es saber ver cuándo van a dejar de crecer, y cuánto pagar por su crecimiento.

### ***Las empresas cíclicas***

Una empresa cíclica es aquella cuyas ventas y beneficios suben y bajan de manera regular, aunque no completamente predecible. En un sector de crecimiento, el negocio crece y crece, pero en un sector cíclico primero se expande y luego se contrae, para luego expandirse y contraerse otra vez.

El automóvil y las aerolíneas, los fabricantes de neumáticos y de acero, las empresas químicas, todos esos sectores son cíclicos. Incluso las empresas de defensa se comportan de forma cíclica, pues sus beneficios suben o bajan en función de las políticas de las diversas administraciones.

AMR Corporation, la matriz de American Airlines, es cíclica, y lo mismo puede decirse de Ford Motor, como puede verse en el gráfico. El gráfico de una empresa cíclica parece el polígrafo de un mentiroso, o tal vez un mapa de los Alpes, a diferencia de los mapas de Delaware propios de las empresas de bajo crecimiento.

Cuando termina una recesión y la economía recupera su vigor, las empresas cíclicas florecen y sus acciones tienden a crecer mucho más rápidamente que las acciones de las estables. Es comprensible que sea así, pues en una economía fuerte la gente empieza a comprar coches y a tomar aviones, y sube la demanda de acero, productos químicos, etc. Pero si la economía toma la pendiente contraria, las empresas cíclicas sufren, y lo mismo sucede con los bolsillos de sus accionistas. Se puede perder más del 50 por ciento de la inversión muy rápidamente comprando cíclicas en el punto indebido del ciclo, y pueden pasar años antes de que llegue la próxima subida.

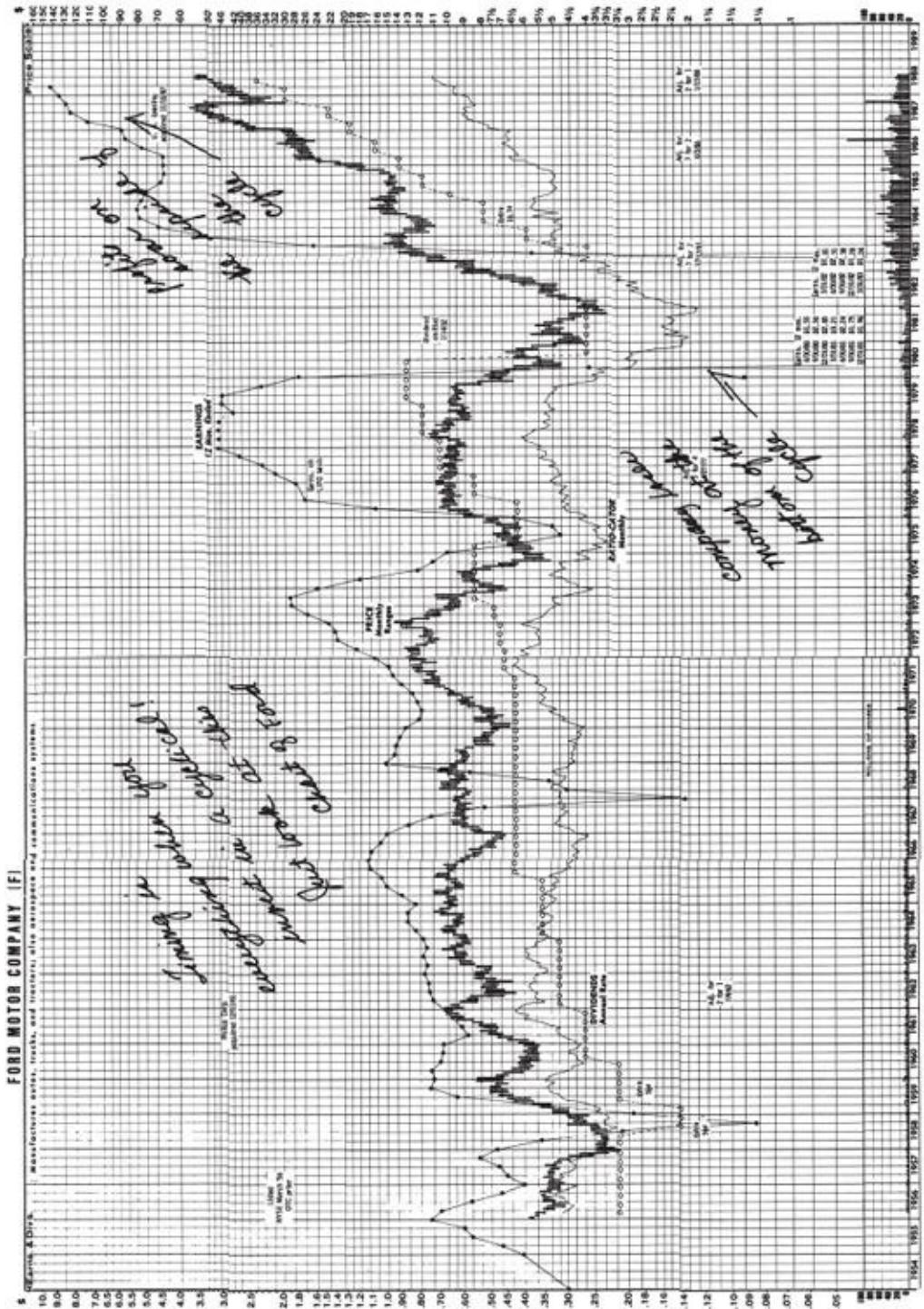
Las cíclicas son las más incomprendidas de todas las acciones. Es aquí donde el inversor desprevenido pierde más a menudo su dinero, y le ocurre con acciones que considera seguras. Como la mayoría de las cíclicas son empresas grandes y conocidas, la gente tiende a ponerlas en el mismo paquete que las estables. Como Ford es una *blue chip*, uno podía pensar que se comportará igual que Bristol-Myers, otra *blue chip* (véanse los gráficos). Pero nada más lejos de la realidad. Las acciones de Ford experimentan grandes fluctuaciones según si la empresa pierde o gana miles de millones de dólares en las fases alternativas de recesión o prosperidad. Si una empresa estable como Bristol-Myers puede perder la mitad de su valor en un mal mercado y/o en una crisis nacional, una empresa cíclica como Ford puede perder el 80 por ciento. Eso es justamente lo que le ocurrió a Ford a principio de la década de 1980. Hay que saber que tener Ford en cartera no es lo mismo que tener Bristol-Myers.

Con las cíclicas el momento lo es todo, y es preciso que usted aprenda a detectar los primeros signos de declive o resurgimiento. Si trabaja en alguna profesión

relacionada con el acero, el aluminio, las aerolíneas, los automóviles, etc., entonces cuenta con una ventaja y en ningún caso es tan importante como en esta clase de inversión.

### ***Las empresas recuperables***

Las candidatas para una recuperación han sufrido reveses, lo han pasado mal y a menudo apenas están para ir a concurso de acreedores. No estoy hablando de bajo crecimiento, sino de ningún crecimiento. No estoy hablando de empresas cíclicas que rebotan, sino de fiambres potenciales, como Chrysler. De hecho, Chrysler era una empresa cíclica que se fue tan abajo en un ciclo negativo que la gente pensó que no volvería a subir.



Una cílica mal gestionada es siempre un candidato potencial para la clase de situación a la que fue a parar Chrysler, y en menor medida, Ford.

La quiebra de Penn Central fue uno de los acontecimientos más traumáticos que han ocurrido jamás en Wall Street. Que esa *blue chip*, esa grande y venerable compañía, esa empresa sólida como ninguna, se hundiera de aquel modo fue tan inesperado e inquietante como lo hubiera sido el hundimiento del puente George Washington. La confianza de una generación entera de inversores quedó tocada, y sin embargo también se podían encontrar oportunidades en aquella crisis. Penn Central ha escenificado una maravillosa recuperación.

Las acciones de esta categoría recuperan muy rápidamente el terreno perdido,

como lo han demostrado los casos de Chrysler, Ford, Penn Central, General Public Utilities y muchos otros. Lo mejor de invertir en recuperaciones con éxito es que de todas las categorías de acciones, esta es la que guarda menos relación con la evolución general del mercado.

Gané mucho dinero para mis accionistas comprando Chrysler. Comencé comprando a 6 dólares (no ajustado a particiones ulteriores) a principios de 1982 y observé cómo su valor se multiplicaba por cinco en menos de dos años, y luego por quince en cinco años. En cierto momento tenía el 5 por ciento del fondo invertido en Chrysler. Aunque otras acciones que he tenido en cartera han subido más, ninguna acción ha tenido el impacto de Chrysler sobre mi fondo, pues ninguna había supuesto un porcentaje tan grande del fondo en el momento de la subida. ¡Y ni siquiera compré Chrysler cuando estaba en el mínimo!

Otros fans más valientes de Chrysler compraron a 1,50 dólares y sacaron una *32-bagger*. En cualquier caso, Chrysler fue una magnífica noticia para todos. También lo fue Lockheed, que se vendía por un dólar en 1973, e incluso después de que el Gobierno rescatara la empresa podría haber comprado sus acciones por 4 dólares en 1977 y venderlas por 60 dólares en 1986. Lockheed fue una de las que me perdí.

En cifras absolutas, mis máximas ganancias han venido del renacimiento de las Chryslers y las Penn Centrals, empresas grandes de las que puedo comprar gran cantidad de acciones que tienen un impacto significativo sobre mi fondo.

No resulta fácil compilar listas de intentos fracasados de recuperación, salvo de memoria, pues su rastro va desapareciendo de los registros de S&P, de las colecciones de gráficos y de los archivos de los corredores de bolsa, hasta que no se vuelve a oír hablar de la empresa. Podría hacer el esfuerzo de tratar de reconstruir la larga lista de fracasos que desearía no haber comprado, pero la sola idea me da dolor de cabeza.

A pesar de ello, los éxitos ocasionales hacen que las recuperaciones sean una aventura emocionante, y también de lo más rentable en conjunto.

Hay varios tipos de recuperaciones, y las he tenido todas en cartera en un momento u otro. Las hay del tipo «rescátanos o estamos listos», como Chrysler o Lockheed, donde todo dependía de una garantía gubernamental de un préstamo. Las hay del tipo «quién lo habría pensado», como Con Edison. ¿Quién hubiera pensado jamás que se podía perder tanto dinero con una energética, cuando sus acciones cayeron de 10 dólares a 3 dólares en 1974; y quién hubiera pensado que se podía ganar tanto, cuando el precio rebotó de 3 dólares a 52 dólares en 1987?

También está el tipo «pequeño problema que no estaba previsto», como Three Miles Island. En este caso se trataba de una tragedia menor que fue percibida como algo mucho peor, y las tragedias menores son una gran oportunidad. Gané mucho dinero con General Public Utilities, la propietaria de Three Mile Island. Cualquiera lo hubiera hecho. Solo había que ser paciente, estar atento a las noticias y tomarlas de forma desapasionada.

Después de la primera fusión del reactor en 1979 la situación terminó por

estabilizarse. En 1985 GPU anunció que iba a poner en funcionamiento el otro reactor, que llevaba años sin funcionar después de la crisis, pero que no se había visto afectado. Que aquel reactor volviera a entrar en funcionamiento fue una buena noticia para las acciones, y todavía más que otras compañías energéticas aceptaran compartir los costes de la descontaminación de Three Mile Island. Uno tenía casi siete años para comprar las acciones después de que todo se calmara y salieran estas buenas noticias. En 1980 se llegó al mínimo de 3,38 dólares, pero aún se podían comprar por 15 dólares a finales de 1985 y ver cómo subían hasta 38 dólares en octubre de 1988.

Intento mantenerme al margen de las tragedias de efectos incalculables, como el desastre de Bhopal en la planta de Union Carbide en la India. En este caso se trató de un terrible escape de gas que causó miles de muertes, y no había forma de saber lo que las familias iban a recibir de Union Carbide. Invertí en la recuperación de Johns-Manville pero lo vendí con una modesta pérdida cuando comprendí que tampoco había forma de predecir la extensión de las responsabilidades de esa compañía.

Luego está el caso de la «empresa perfectamente buena dentro de una en quiebra», como fue el caso de Toys “R” Us. Tan pronto como Toys “R” Us se fue por su cuenta y cortó amarras con su menos exitosa matriz, Interstate Department Stores, el resultado fue una *57-bagger*.

Y finalmente está la «reestructuración para maximizar el valor para el accionista», como Penn Central. Wall Street parece tener una debilidad por las reestructuraciones estos días, y cualquier director o consejero delegado que menciona la palabra recibe un cálido aplauso de los accionistas. Reestructurar una compañía es la forma que tiene esta de deshacerse de ciertas filiales poco rentables que nunca debería haber adquirido. La compra anterior de estas filiales dudosas, también cálidamente aplaudida, se llama diversificación. Yo la llamo *diempeoración* [25].

Más adelante volveré sobre el tema de la *diempeoración*, desde una perspectiva poco positiva en general. Lo único que tiene de bueno es que en algunas ocasiones las empresas que se *diempeoran* hasta ponerse en situaciones difíciles son futuras candidatas a una recuperación. Así, Goodyear está en plena recuperación. Ha salido del negocio del petróleo, vendido algunas de sus filiales menos rentables y vuelto a dedicarse a lo que mejor hace: fabricar neumáticos. Tras lavarse las manos de Calgon y otras distracciones menores, Merck vuelve a concentrarse en los fármacos de prescripción. Tiene cuatro nuevos medicamentos en fase de pruebas clínicas y dos que ya han recibido la aprobación de la FDA, y los beneficios empiezan a subir.

## ***Empresas de activo oculto***

Existe un activo oculto cuando una empresa posee algo valioso y usted tiene conocimiento de ello, pero no la gente de Wall Street. Con tantos analistas y especuladores corporativos por ahí, no parece posible que pueda haber activos que hayan escapado al radar de Wall Street, pero créanme, los hay. Las empresas de

activo oculto son el terreno donde la ventaja del local resulta más eficaz.

El activo en cuestión puede ser tan sencillo como un montón de dinero en efectivo. A veces pueden ser inmuebles. Ya he mencionado el caso de Pebble Beach como un magnífico ejemplo de activo oculto. He aquí por qué: a finales de 1976 la acción se vendía por 14,5 dólares, lo cual, con 1,7 millones de acciones emitidas, significaba que la empresa solo valía 25 millones de dólares en total. Menos de tres años más tarde (en mayo de 1979), Twentieth Century-Fox compró Pebble Beach por 72 millones de dólares, o 42,5 dólares la acción. Un día después de comprar la empresa, Twentieth Century se dio la vuelta y vendió la gravera de Pebble Beach —tan solo uno de los muchos activos de la empresa— por 30 millones de dólares. En otras palabras, solo la gravera valía más que lo que los inversores de 1976 pagaban por toda la empresa. Esos inversores se llevaban todos los terrenos adyacentes, los 2700 acres de Del Monte Forest y la península de Monterey, los árboles de 300 años, el hotel y los dos campos de golf, gratis.

Es cierto que Pebble Beach era una acción que se vendía en el mercado extrabursátil, pero Newhall Land and Farming figuraba en la Bolsa de Nueva York y de forma bien visible mientras multiplicaba por veinte su valor. La empresa tenía dos propiedades importantes: el Rancho Cowell en la bahía de San Francisco, y el Rancho Newhall, mucho más extenso y valioso, a 50 kilómetros al norte del centro de Los Ángeles. El Rancho Newhall incluye una comunidad planificada con parque de atracciones, un gran complejo industrial y de oficinas, y un gran centro comercial en construcción.

Cientos de miles de californianos pasan en coche por el Rancho Newhall cada día. Los tasadores de las aseguradoras, los expertos hipotecarios y los agentes de la propiedad inmobiliaria conocían ciertamente la extensión de los activos de Newhall y el incremento del precio de la propiedad en California. ¿Cuántos propietarios de casas lindantes con Newhall Ranch pudieron darse cuenta de la escalada del precio de la propiedad, años antes que ningún analista de Wall Street? ¿Cuántos se plantearon la posibilidad de investigar aquel valor, que ha sido un *20-bagger* desde principios de los setenta y un *4-bagger* desde 1980? Si yo hubiera vivido en California, no se me habría escapado. Eso espero, por lo menos.

Una vez hice una visita a una empresa ganadera muy normalita de Florida llamada Alico, junto a La Bell, una pequeña localidad en el extremo de los Everglades. Todo cuanto vi allí fueron pinos matorral y palmeras enanas, unas cuantas vacas pastando y tal vez veinte empleados de Alico tratando sin éxito de parecer ocupados. No resultaba demasiado excitante, hasta que te dabas cuenta de que podías comprar una acción de Alico por menos de 20 dólares, y diez años después solo el terreno valía más de 200 dólares por acción. Un vejete avispaado llamado Ben Hill Griffin, Jr., fue comprando acciones en espera de que Wall Street se enterara de la existencia de Alico. A estas alturas debe de tener una fortuna.

Muchas de las compañías ferroviarias que cotizan en bolsa, como Burlington

Northern, Union Pacific y Santa Fe Southern Pacific poseen grandes propiedades inmobiliarias que se remontan al siglo XIX, cuando el Gobierno regaló medio país para ganarse a los magnates del ferrocarril. Las compañías poseen también los derechos de explotación del petróleo, el gas, los minerales y la madera de esos terrenos.

Hay activos ocultos en metales y en petróleo, en periódicos y en emisoras de televisión, en fármacos patentados e incluso a veces en las pérdidas de una empresa. Eso fue lo que ocurrió con Penn Central. Cuando salió de su quiebra, Penn Central tenía enormes pérdidas fiscales compensables, lo que suponía que cuando comenzara a ganar dinero otra vez, no tendría que pagar impuestos. En aquella época el tipo de gravamen del impuesto de sociedades era del 50 por ciento, de modo que Penn Central renació con una ventaja del 50 por ciento sobre los demás.

De hecho, Penn Central tal vez fuera la empresa de activo oculto más grande de la historia. Lo tenía todo: créditos fiscales, liquidez, grandes propiedades inmobiliarias en Florida y en otros lugares, carbón en Virginia Occidental y derechos aéreos en Manhattan. Cualquiera que estuviera en contacto con Penn Central podía haberse dado cuenta de que era una acción que valía la pena comprar. Su precio se multiplicó por ocho.

En estos momentos sigo invertido en Liberty Corp, una aseguradora cuyas propiedades en el sector de la televisión valen más que el precio que pagué por sus acciones. En cuanto te dabas cuenta de que estas propiedades valían 30 dólares por acción, y veías que las acciones se vendían a 30 dólares, podías sacarte del bolsillo la calculadora y restar 30 de 30. El resultado era el coste de la inversión en un valioso negocio de seguros: cero.

Desearía haber comprado más acciones de Telecommunications, Inc., una empresa de televisión por cable que se vendía a 12 centavos por acción en 1977 y por 31 dólares la acción diez años más tarde, lo que suponía multiplicar por 250 su valor. A pesar de tratarse de la empresa de cable más grande del país, mi inversión en ella era muy modesta porque no me di cuenta del valor de sus activos. Sus beneficios eran bajos y sus deudas preocupantes, de modo que según los parámetros habituales el negocio del cable no resultaba demasiado atractivo. Pero sus activos (en forma de suscriptores) compensaban sobradamente esos elementos negativos. Cualquiera que contara con ventaja en el negocio del cable podría haberlo sabido; y yo también.

Lamentablemente, mi inversión en el sector del cable fue siempre modesta, a pesar de la insistencia de Morris Smith, de Fidelity, quien periódicamente venía a dar golpes sobre mi mesa para tratar de convencerme de que comprara más. Tenía toda la razón del mundo, por el motivo que explicaré a continuación.

Quince años atrás, cada suscriptor tenía un valor de unos 200 dólares para el comprador de una franquicia de cable; hace diez años, dicho valor había subido a 400 dólares; cinco años atrás era de 1000 dólares, y ahora asciende a 2200 dólares. La gente del sector está al día de estos números, de manera que no es exactamente

información secreta. Los millones de suscriptores de Telecommunications, Inc., la convertían en un activo extraordinario.

Pienso que me lo perdí porque la televisión por cable no llegó a mi localidad hasta 1986, y a mi casa hasta 1987, de modo que no tenía ninguna experiencia de primera mano sobre el valor de ese sector en general. Otras personas podían hablarme de ello, del mismo modo que otras personas pueden hablarte de una cita a ciegas, pero hasta que uno no lo ve personalmente, nada de lo que dicen tiene ningún impacto.

Si hubiera podido ver cómo le gusta el canal Disney a mi hija pequeña, Beth, con qué ganas espera Annie poder ver Nickelodeon, la pasión de mi hija mayor Mary por MTV, la debilidad de Carolyn por las películas de Bette Davis, y la mía por las noticias de la CNN y los deportes, habría comprendido que el cable es un suministro doméstico tan básico como el agua o la electricidad: el suministro de vídeo. Es imposible exagerar la importancia de la experiencia personal en el análisis de las empresas y las tendencias.

Hay activos ocultos por todas partes. Sin duda requieren un buen conocimiento de la empresa que los posee, pero una vez asumido eso solo es cuestión de paciencia.

### **Volar alto o arrastrarse por el suelo**

Las empresas no permanecen para siempre dentro de la misma categoría. A lo largo de todos los años que llevo observando la bolsa he visto a cientos de ellas empezar en una y terminar en otra. Las empresas de alto crecimiento pueden llevar vidas excitantes hasta que se les agota la energía, exactamente igual que le ocurre a un ser humano. No pueden mantener un crecimiento de dos dígitos para siempre, y tarde o temprano pierden fuelle y se acomodan a los crecimientos de un solo dígito de las empresas estables o las perezosas. Lo he visto en el negocio de las moquetas y en el del plástico, en el de las calculadoras y en el de los discos duros, en el del mantenimiento de la salud y en el de los ordenadores, en Dow Chemical y en Tampa Electric. Los que vuelan alto una década se arrastran la siguiente. Stop & Shop pasó de bajo a alto crecimiento, una inversión inusual.

Advanced Micro Devices y Texas Instruments, que exhibieron crecimientos récord en cierto momento, son consideradas cíclicas ahora. Las cíclicas con graves problemas financieros se hunden y luego reemergen como recuperables. Chrysler era una cíclica tradicional que casi desapareció del mapa, se recuperó y luego volvió a convertirse en una cíclica. LTV era una empresa de acero cíclica, y ahora es una recuperable.

Las empresas de crecimiento que no pueden soportar la prosperidad cometan la estupidez de *diempeorarse* y caen en desgracia, lo que las convierte en recuperables. Una empresa de alto crecimiento como Holiday Inn inevitablemente termina por perder impulso, y sus acciones dejan de subir hasta que algunos inversores listos se

dan cuenta de que sus propiedades inmobiliarias la convierten en una gran empresa de activo oculto. Veán si no lo que ha ocurrido con cadenas comerciales como Federated y Allied Stores: ambas han sido adquiridas por sus activos, es decir, por los grandes almacenes que construyeron en ubicaciones privilegiadas y por los centros comerciales que tienen en propiedad. McDonald's es una empresa clásica de alto crecimiento, pero los miles de locales que tiene en propiedad o que recompra de sus franquiciados podrían convertirla en un futuro lejano en una empresa de activo oculto por sus bienes inmuebles.

Empresas como Penn Central pueden entrar en dos categorías al mismo tiempo, y a lo largo de su existencia Disney ha figurado en todas las categorías importantes: años atrás tenía el impulso de una empresa de alto crecimiento, lo que le dio el tamaño y la potencia financiera de una empresa estable, tras lo cual vino un periodo en el que ganaron importancia todos sus activos en bienes inmuebles, viejas películas y cómics. Más tarde, cuando a mediados de la década de 1980 Disney se encontraba en un bache, se podía invertir en ella como recuperable.

International Nickel (Inco a partir de 1976) fue inicialmente una empresa de crecimiento, luego una cíclica y finalmente una recuperable. Se trata de una de las empresas más antiguas del Dow Jones, y con ella tuve uno de mis primeros éxitos cuando era un joven analista en Fidelity. En diciembre de 1970 escribí una recomendación de venta de Inco a 47,87 dólares. Los fundamentales me daban mala espina. Mi argumento (disminución del consumo de níquel, aumento de capacidad de los demás productores y altos costes salariales en Inco) convencieron a Fidelity de vender las importantes posiciones que tenía en sus acciones; incluso aceptamos un precio ligeramente inferior para poder colocar nuestro gran paquete de acciones.

El valor se mantuvo estable hasta abril, cuando seguía vendiéndose por 44,5 dólares. Yo comenzaba a estar preocupado por si el análisis era equivocado. A mi alrededor había otros gestores de cartera que compartían mi preocupación, por decirlo suavemente. Finalmente el mercado se rindió a la realidad y la acción cayó a 25 dólares en 1971, 14 dólares en 1978 y 8 dólares en 1982. Diecisiete años después de que el joven analista recomendara la venta de Inco, el viejo gestor de fondos tomó una posición fuerte en el valor en nombre de Fidelity Magellan, esta vez como recuperable.

### **Separar las digitales de los Wal-Marts**

Si usted no logra decidir a qué categoría pertenecen sus acciones, pregúnteselo a su bróker. Y cuando un bróker le recomienda una acción, pregúnteselo de entrada, pues ¿cómo si no puede saber de qué le está hablando? ¿Se trata de bajo o alto crecimiento, de protección ante posibles caídas, de una recuperación, de un rebote cíclico, de activos ocultos?

Basar una estrategia en máximas generales del tipo: «Vende cuando duplique tu

dinero», «Vende al cabo de dos años», o «Corta tus pérdidas vendiendo cuando el precio baje un diez por ciento» es una completa locura. Es simplemente imposible encontrar una fórmula genérica que pueda aplicarse de forma razonable a los distintos tipos de valores.

Hay que separar Procter and Gamble de Bethlehem Steel, y Digital Equipment de Alico. A menos que se trate de una recuperable, no tiene sentido tener en cartera una energética y esperar que rinda como Philip Morris. No tiene sentido tratar una empresa joven con potencial para convertirse en una Wal-Mart como si fuera una empresa estable, y vender con unos beneficios del 50 por ciento cuando hay buenas opciones de que ese valor dé unas ganancias del 1000 por ciento. Por otro lado, si Ralston Purina ha doblado su precio y los fundamentales no son muy alentadores, es una locura conservarla con esa clase de expectativas.

Si uno compra Bristol-Myers a buen precio, es razonable pensar en guardarla y olvidarse de ella durante veinte años, pero uno no debe olvidarse ni por un instante de Texas Air. Una empresa inestable en un sector cíclico no es la clase de activo que puede apoyarnos en una recesión.

Clasificar los valores en categorías es el primer paso en el desarrollo de la historia. Ahora al menos ya sabe de qué clase de historia se trata. El siguiente paso es ir completando los detalles que le ayudarán a adivinar cómo va a terminar.

## El valor perfecto, ¡vaya negocio!

Desarrollar la historia de una empresa resulta mucho más fácil si uno entiende en qué se basa su negocio. Por eso prefiero invertir en medias antes que en satélites de comunicaciones, o en hoteles antes que en fibra óptica. Cuanto más simple, más me gusta. Cuando alguien dice: «Cualquier idiota podría llevar este negocio», es un punto a favor para mí, pues probablemente tarde o temprano algún idiota terminará llevando el negocio.

Si tuviera que elegir entre tener acciones de una buena empresa con una dirección excelente en una industria altamente compleja y competitiva, o bien de una empresa de ir tirando con una dirección mediocre en una industria rutinaria sin competencia, optaría por esta última. Para empezar, es más fácil realizar el seguimiento. A lo largo de una vida entera de comer donuts y comprar neumáticos, he desarrollado una sensibilidad hacia el producto que nunca tendrá con los láseres o los microprocesadores.

«Cualquier idiota puede llevar este negocio» es una de las características de la empresa perfecta, de la acción soñada para mí. Uno nunca encuentra la empresa perfecta, pero si es capaz de imaginársela podrá al menos reconocer los atributos que más se le acercan. Los trece más importantes para mí son los siguientes:

### **1) Suena aburrida, o mejor aún, ridícula**

La acción perfecta debe ir asociada a la empresa perfecta, y la empresa perfecta debe estar metida en un negocio perfectamente simple, y el negocio perfectamente simple debería tener un nombre perfectamente aburrido. Cuanto más aburrido, mejor. Automatic Data Processing es un buen comienzo.

Pero Automatic Data Processing no es tan aburrido como Bob Evans Farms [Granjas Bob Evans]. ¿Qué podría ser más aburrido que una acción llamada Bob Evans? Solo pensarlo dan ganas de echarse a dormir, lo cual es una de las razones por las que resulta tan prometedora. Pero incluso Bob Evans Farms no ganará el premio al mejor nombre que podrías darle a un valor, como tampoco lo ganarán Shoney's ni Crown, Cork and Seal. Ninguno de todos esos tiene la menor opción ante los Pep Boys: Manny, Moe & Jack.

Pep Boys: Manny, Moe & Jack es el nombre más prometedor que jamás he escuchado. Es más que aburrido, es ridículo. ¿Quién querría poner dinero en una empresa que suena como Los Tres Chiflados<sup>[26]</sup>? ¿Qué analista o gestor de cartera de

Wall Street en su sano juicio recomendaría un valor llamado Pep Boys: Manny, Moe & Jack, como no fuera que Wall Street hubiera comprendido finalmente hasta qué punto es rentable, en cuyo momento su precio se habría multiplicado ya por diez?

Soltar que tienes en cartera a los Pep Boys no te hará ganar público en una fiesta, mientras que basta con susurrar «GeneSplice International» para que todo el mundo te escuche. Sin embargo, GeneSplice International no hace más que bajar, mientras que los Pep Boys: Manny, Moe & Jack no deja de subir.

Si uno encuentra una oportunidad lo bastante pronto, es probable que pueda ahorrarse algunos dólares de más en el precio inicial solo por lo aburrido o raro de su nombre, razón por la cual siempre estoy atento a los Pep Boys o a los Bob Evans, o a los ocasionales Consolidated Rock [Roca Consolidada]. Fue una lástima que esa maravillosa empresa de agregados cambiara su nombre primero por Conrock y luego por el más enrollado Calmat. Mientras era Consolidated Rock, nadie le prestaba ninguna atención.

## **2) Hace algo aburrido**

Mi entusiasmo aumenta aún más cuando una empresa con un nombre aburrido hace algo aburrido también. Crown, Cork, and Seal fabrica latas y tapones. ¿Qué puede haber más aburrido que eso? No verán ninguna entrevista al consejero delegado de Crown, Cork and Seal en la revista *Time* junto a la de Lee Iacocca, pero eso es un punto a favor. Lo que ha ocurrido con las acciones de Crown, Cork, and Seal no tiene nada de aburrido.

Antes mencioné Seven Oaks International, la empresa que procesa los cupones que entregamos en la verdulería. He aquí otra historia que con toda certeza le hará caer los párpados de sueño... mientras sus acciones suben de 4 dólares a 33 dólares. Seven Oaks International y Crown, Cork, and Seal hacen que IBM parezca un espectáculo de Las Vegas; y ¿qué decir de Agency Rent-A-Car? He aquí la glamurosa empresa encargada de proporcionarle el coche que su aseguradora le permite conducir mientras reparan el suyo. Agency Rent-A-Car salió a bolsa a 4 dólares la acción y Wall Street apenas se enteró. ¿Qué magnate que se respete querrá pensar siquiera en lo que conduce la gente mientras su coche está en el taller? El prospecto de Agency Rent-A-Car podría haberse publicitado como anestésico, pero la última vez que miré sus acciones estaban a 16 dólares.

Una empresa que hace cosas aburridas es casi tan buena como una que tenga un nombre aburrido, y cuando coinciden las dos es estupendo, pues es una garantía de que los oxímoros se mantendrán alejados hasta que las buenas noticias les obliguen a comprar, empujando la acción aún más arriba. Si una empresa con beneficios estupendos y un buen balance resulta que hace cosas aburridas, uno tiene un montón de tiempo para comprar sus acciones con descuento. Más adelante, cuando se pone de moda y sube de precio, uno puede vender las acciones a la gente que sigue la moda.

### **3) Hace algo desagradable**

Hay algo mejor que hacer algo aburrido, y es hacer algo aburrido y desagradable al mismo tiempo. Lo ideal es algo que invite a la gente a encogerse de espaldas, a tener náuseas o a darse la vuelta. Tomemos el caso de Safety-Kleen, por ejemplo. Es un nombre prometedor, para empezar: cualquier empresa que ponga una *k* donde debería haber una *c* merece ser investigada. El hecho de que Safety-Kleen estuviera relacionada tiempo atrás con Chicago Rawhide también es favorable (véase «Es una escisión» más adelante en este capítulo).

Safety-Kleen va de gasolinera en gasolinera ofreciendo los servicios de una máquina que limpia las piezas grasientas de los motores. Eso permite a los mecánicos ahorrarse tiempo y la molestia de limpiar las piezas a mano en un balde de gasolina, y las gasolineras están encantadas de pagar por el servicio. La gente de Safety-Kleen se pasa por el lugar periódicamente para retirar los residuos de grasa y gasolina de la máquina, y lo llevan a la refinería para que sea reciclado. Este proceso se repite una y otra vez, y nunca verá una miniserie sobre el tema en televisión.

Safety-Kleen no se ha dado por satisfecha con su botín de piezas grasientas de automóvil. Con el tiempo se ha diversificado en tratamiento de grasas de restaurante y otras porquerías. ¿Qué analista querría escribir sobre esto, y qué gestor de cartera querría tener Safety-Kleen en su lista de compra? No muchos, lo cual es justo lo mejor de Safety-Kleen. Igual que Automatic Data Processing, esta empresa ha aumentado sus beneficios de forma continuada, trimestre tras trimestre, y lo mismo ha ocurrido con sus acciones.

¿Y qué decir de Envirodyne? Thomas Sweeney, entonces analista de productos forestales y actualmente gestor del Capital Appreciation Fund en Fidelity, llamó mi atención hace algunos años sobre este valor. Envirodyne supera el test del nombre raro: suena a algo que pudiera rebotar contra la capa de ozono, cuando en realidad tiene más que ver con el almuerzo. Una de sus filiales, Clear Shield, fabrica tenedores y pajitas de plástico, el negocio perfecto que cualquier idiota podría llevar, pero en realidad tiene una dirección de altísimo nivel con inversiones personales importantes en la empresa.

Envirodyne es la segunda empresa en el negocio de las cuberterías de plástico y la tercera en el de las pajitas de plástico, y el hecho de tener los costes de producción más bajos del sector le da una gran ventaja.

En 1985, Envirodyne inició las negociaciones para comprar Viskase, uno de los principales productores de derivados intestinales, en particular de las envolturas de los perritos calientes y las salchichas. Consiguieron que Union Carbide les vendiera Viskase a precio de ganga. Luego en 1986 compraron Filmco, el principal productor del film de PVC que se usa para envolver comida. Tenedores de plástico, envolturas de perrito caliente, papel film: pronto habrán conquistado el pícnic familiar al completo.

En gran medida como resultado de estas adquisiciones, los beneficios de la empresa subieron de 34 centavos por acción en 1985 a 2 dólares por acción en 1987, hasta detener su ascenso en 1988 a 2,50 dólares. La empresa ha utilizado su importante flujo de caja para pagar su deuda por sus variadas adquisiciones. Yo la compré a 3 dólares por acción en septiembre de 1985. En el máximo de 1988 se vendía por 36,87 dólares.

#### **4) Es una escisión**

La segregación de divisiones o partes de empresas para convertirlas en entidades separadas y autónomas —como Safety-Kleen respecto a Chicago Rawhide, o Toys “R” Us respecto a Interstate Department Stores— a menudo da como resultado inversiones asombrosamente lucrativas. Dart & Kraft, fusionadas hace años, se escindieron más tarde para que Kraft pudiera volver a ser una compañía puramente alimentaria. Dart (dueña de Tupperware) se escindió como Premark International y ha sido también una gran inversión. Lo mismo puede decirse de Kraft, que fue comprada en 1988 por Philip Morris.

Las grandes empresas matriz son reacias a segregar divisiones suyas que luego puedan encontrarse con problemas, ya que eso les daría mala publicidad. En consecuencia, las partes escindidas normalmente tienen buenos balances y están bien preparadas para triunfar como entidades independientes. Y en cuanto obtienen su independencia, la nueva dirección, libre para tomar sus propias decisiones, puede recortar costes y adoptar medidas creativas para mejorar los beneficios a corto y largo plazo.

He aquí una lista de escisiones recientes que han tenido buenos resultados, y un par que no lo han hecho tan bien:

### Alto rendimiento (en dólares)

Matriz	Escisión	Precio inicial aprox.	Mínimo	Máximo	31 De octubre de 1988
Teledyne	Argonaut <sup>1</sup>	18	15	52,125	43,25
	Amer. Ecology	4	2,75	50,25	12,75
US Gypsum	AP Green	11	11	26	26,75
IU Intl.	Gotaas Larsen	6	2,625	36,25	47,75
Masco Corp.	Masco Ind.	2	1,50	18,75	11,375
Kraft	Premark Intl.	19	17,50	36,25	29,875
Tandy	Intertan	10	10	31,25	35,25
Singer	SSMC	13	11,50	31,375	23
Natomas	Amer. President	16	13,875	51	32,375
Interlake	Acme Steel	8	7,625	24,50	23,50
Transamer.	Imo Delaval	8	6,75	23	18,50
Transunion	Intl. Shiphold	2	2,375	20	17
Gen. Mills	Kenner Parker	16	13,875	51,50	— <sup>2</sup>
Borg Warner	York Int.	14	13,50	59,75	51,625
Time Inc.	Temple Inland	34	20,50	68,50	50,75

### Bajo rendimiento (en dólares)

Matriz	Escisión	Precio inicial aprox.	Mínimo	Máximo	31 De octubre de 1988
Penn Cent.	Sprague Tech.	15	7,125	20	12,125
John Blair	Advo System	6	4	12,75	3,875
Datapoint	Intelogic <sup>3</sup>	8	2,50	18,125	3,75
Coca-Cola	Coca-Cola Ent.	15,50	10,50	21,25	14,50

1. Tanto Argonaut como American Ecology fueron escisiones de Teledyne, uno de los mejores valores de la historia de la bolsa por sí solo.

2. Adquirido por Tonka en octubre de 1987 a 49,50 dólares por acción.

3. Empresa con problemas durante la escisión.

La literatura que se envía a los accionistas para explicar la escisión resulta casi siempre improvisada, poco atractiva e injusta con la nueva empresa, más aún que los informes anuales habituales. A menudo las escisiones no se entienden y reciben escasa atención por parte de Wall Street. Por regla general los inversores reciben acciones de la nueva empresa como prima o dividendo por tener en cartera acciones de la matriz, y las instituciones sobre todo tienden a menospreciar dichas acciones como calderilla o dinero encontrado. Todo eso son presagios favorables para esos valores.

Este es un terreno abonado para el accionista aficionado, sobre todo en medio de la reciente fiebre de fusiones y absorciones. Los blancos potenciales de las

absorciones hostiles luchan muchas veces contra los asaltadores corporativos<sup>[27]</sup> a través de la venta o la escisión de partes de la empresa, que luego se convierten en valores cotizados separadamente. Cuando una empresa es absorbida, sus partes son a menudo vendidas para obtener liquidez, y se convierten a su vez en entidades separadas en las que se puede invertir. Si usted oye hablar de una escisión, o recibe acciones de alguna empresa de nueva creación, ponga en marcha inmediatamente una investigación para ver si debería comprar más. Un mes o dos más tarde de que se complete la escisión, compruebe si la nueva dirección invierte con fuerza en el proyecto. Eso le confirmará si ellos también creen en las perspectivas de la empresa.

La mejor escisión de todos los tiempos fue la de AT&T, que resultó en la creación de las «Baby Bell»: Ameritech, Bell Atlantic, Bell South, Nynex, Pacific Telesis, Southwestern Bell y US West. Si la matriz no había tenido una trayectoria demasiado inspiradora en bolsa, la ganancia media que podía obtenerse con las acciones de las siete nuevas empresas fue del 114 por ciento entre noviembre de 1983 y octubre de 1988. Si sumamos a eso los dividendos, tenemos que el retorno total de la inversión se acerca al 170 por ciento. Esto dobla el mercado y supera a la mayoría de fondos de inversión conocidos, incluido el de un servidor.

Una vez liberadas, las siete compañías regionales pudieron dedicarse a aumentar ingresos, recortar costes y mejorar sus beneficios. Tenían en sus manos todo el negocio telefónico local y regional, las páginas amarillas, así como los 50 centavos por dólar del negocio telefónico a larga distancia que generaba AT&T. Era un nicho de mercado estupendo. Acababan de salir de una fase de inversión importante en modernización de equipamiento, de modo que no tenían necesidad de diluir las acciones con nuevas emisiones. Y teniendo en cuenta cómo es la naturaleza humana, se generó una sana competencia entre las siete Baby Bell, así como con su orgullosa matriz, Ma Bell. Entretanto, Ma empezaba a perder su monopolio del negocio del arrendamiento de equipos, que había resultado altamente rentable para ella hasta entonces, y se enfrentaba a nuevos competidores como Sprint y MCI, además de soportar pérdidas importantes en sus operaciones en el sector informático.

Los inversores que tenían acciones de la vieja ATT tenían dieciocho meses para decidir qué querían hacer. Podían vender ATT y olvidarse de todo el asunto, quedarse con ATT más las acciones y fracciones de las nuevas Baby Bell que habían recibido, o vender la matriz y quedarse con las Baby Bell. Aquellos que hicieron los deberes vendieron ATT, se quedaron con las Baby Bell y reforzaron su posición con tantas acciones como pudieron permitirse.

Los 2,96 millones de accionistas de ATT recibieron kilos de material donde se exponían los planes de las Baby Bell. Las nuevas empresas expusieron con todo detalle lo que iban a hacer. Un millón de empleados de ATT e innumerables proveedores podían ver lo que estaba ocurriendo. La ventaja del aficionado no era ni mucho menos cosa de unos pocos afortunados. De hecho, cualquiera que tuviera un teléfono sabía que se estaban produciendo cambios importantes. Yo participé en la

fiesta, pero de forma moderada: nunca soñé que unas empresas tan conservadoras como aquellas pudieran conseguir esa clase de resultados tan rápidamente.

### **5) *Las instituciones no la compran, y los analistas no la siguen***

Si usted encuentra un valor con escasa o baja inversión institucional, ha encontrado un posible ganador. Encuentre una empresa que ningún analista haya visitado jamás, o cuya existencia no sea reconocida por ningún analista, y tendrá un ganador por partida doble. Cuando en una empresa me dicen que el último analista pasó por allí tres años atrás, apenas puedo contener mi entusiasmo. A menudo ocurre con bancos, S&L y compañías de seguros, pues hay miles de ellas y Wall Street solo sigue la pista de entre cincuenta y cien.

También soy un entusiasta de las acciones que fueron populares en su día entre los profesionales pero que ahora han caído en desgracia, como ocurrió con Chrysler y Exxon cuando estaban abajo de todo, justo antes de que empezaran a remontar.

Los datos sobre las carteras institucionales están disponibles en las siguientes fuentes: *Vicker's Institutional Holdings Guide*, *Nelson's Directory of Investment Research*, y en *Spectrum Surveys*, una publicación de CDA Investment Technologies. No siempre es fácil localizar estas publicaciones, aunque puede encontrar información parecida en *Value Line Investment Survey* o en los informes sobre acciones de S&P, también conocidas como «*tear sheets*», en ambos casos accesibles a través de cualquier bróker.

### **6) *Circulan rumores sobre ella: está envuelta en asuntos de residuos tóxicos y/o la mafia***

Resulta difícil imaginar un sector económico más perfecto que la gestión de residuos. Si hay algo que disgusta más a la gente que los envoltorios animales, la grasa y la gasolina sucia, son los residuos fecales y tóxicos. Por eso me emocioné tanto el día que se presentaron en mi oficina unos ejecutivos del sector de los residuos sólidos. Estaban en la ciudad para participar en una convención del sector, con *estands*, proyecciones y todo el tinglado (imagenen lo atractiva que debía ser la cosa). Sea como sea, en lugar de las habituales camisas de algodón azul abotonadas hasta arriba que veo cada día, llevaban unos polos donde podía leerse «Residuos sólidos». ¿Quién podría ponerse algo así, como no fuera el equipo de bolos de la empresa? Eran la clase de directivos en los que sueña cualquier inversor.

Como ya sabrá usted si tuvo la fortuna de comprar alguna de sus acciones, Waste Management, Inc. ha multiplicado por cien su valor.

Waste Management ofrece mejores perspectivas incluso que Safety-Kleen porque tiene a su favor dos imponderables: los residuos tóxicos en sí mismos, y la Mafia.

Cualquiera que fantasee con la idea de que la Mafia es dueña de todos los restaurantes, quioscos, tintorerías, obras y prensas de aceite, probablemente pensará también que la Mafia controla el negocio de la basura. Esta estrambótica idea resultó ser de lo más rentable para los primeros compradores de las acciones de Waste Management, que como de costumbre estaban infravaloradas en relación con su potencial real.

Tal vez los rumores sobre la mano oculta de la Mafia en la recogida de residuos mantuvieron alejados a los mismos inversores que se preocupaban por su posible presencia en la dirección de los hoteles y los casinos. ¿Se acuerdan de las temidas acciones de casinos, que ahora figuran en todas las listas de compra? Se suponía que un inversor respetable no debía meterse en esa clase de valores porque supuestamente todos los casinos eran cosa de la Mafia. Luego se dispararon sus beneficios y la Mafia desapareció como por arte de magia. Cuando Holiday Inn y Hilton se metieron en el negocio de los casinos, de golpe ya no había problema para comprar acciones de casinos.

## **7) Resulta algo deprimente**

Mi preferida de todos los tiempos dentro de esta categoría es Service Corporation International (SCI), que también cuenta con un nombre aburrido. La pista me llegó a través de George Vanderheiden, un analista del sector electrónico que trabajó tiempo atrás para Fidelity y ha hecho un gran trabajo en el Fidelity Destiny Fund.

Naturalmente, si hay algo que Wall Street preferiría ignorar, además de los residuos tóxicos, es la mortalidad. Y SCI se dedica a los funerales.

Hace varios años que esta empresa con sede en Houston se dedica a recorrer el país comprando funerarias locales de propiedad familiar, igual que hizo Ganett con los periódicos locales. SCI se ha convertido en una especie de McFuneral. Compra las funerarias locales más activas, con doce entierros o más por semana, e ignora las más pequeñas, con uno o dos funerales por semana.

Según el cómputo más reciente, la empresa era propietaria de 461 funerarias, 121 cementerios, 76 floristerías, 21 centros de producción y suministro para funerales, y tres centros de distribución de ataúdes, lo que demuestra una buena integración vertical. Su gran momento fue cuando enterraron a Howard Hughes.

También fueron pioneros en las pólizas prenecesidad, un plan de servicios funerarios a futuro que se ha vuelto muy popular. Gracias a él podemos pagar nuestro servicio funerario y nuestro ataúd ahora, mientras aún podemos permitírnoslo, de modo que nuestra familia no tenga que hacerlo más adelante. Si para cuando necesitamos el servicio funerario el precio se ha triplicado, mantienen los precios antiguos. Es un gran negocio para la familia del finado, y aún mejor para la empresa.

SCI obtiene el dinero de sus pólizas prenecesidad ahora, lo que supone una enorme liquidez. Si venden pólizas de este tipo por valor de 50 millones de dólares

cada año, la suma ascenderá a miles de millones de dólares para cuando se hayan celebrado todos los funerales. Últimamente han ido incluso más allá de su propia actividad para ofrecer pólizas prenecesidad a otras funerarias. A lo largo de los últimos cinco años las ventas de pólizas de servicios funerarios han aumentado a un ritmo del 40 por ciento anual.

A veces ocurre que una buena historia termina con un golpe de efecto extraordinario, con una carta valiosa que sale inesperadamente del mazo. En el caso de SCI ocurrió cuando la empresa cerró un negocio muy lucrativo con otra empresa (American General) que quería comprar el terreno que ocupaban las instalaciones de uno de los locales de SCI en Houston. A cambio de los derechos sobre este terreno, American General, propietaria del 20 por ciento de las acciones de SCI, devolvió todas sus acciones a SCI. Eso supuso que SCI retiró el 20 por ciento de sus acciones del mercado sin ningún coste, y además pudo seguir ofreciendo sus servicios funerarios en las viejas instalaciones durante dos años más, hasta que pudo abrir una nueva funeraria en otra localización en Houston.

Lo mejor de esta empresa es que fue ignorada por la mayoría de inversores profesionales durante años. A pesar de sus increíbles cifras, los directivos de SCI tenían que hacer auténticas peregrinaciones para encontrar a alguien que les escuchara. Eso significaba que un inversor aficionado enterado podía comprar las acciones de una empresa de éxito contrastado, con un sólido historial de aumento de beneficios, a precios muy inferiores a los que deberían haber pagado por una acción caliente en un sector popular. Era la oportunidad perfecta: todo iba bien, estaba a la vista de todos, los beneficios no dejaban de aumentar, había un crecimiento rápido casi sin deuda, y Wall Street le daba la espalda.

No fue hasta 1986 cuando SCI comenzó a atraer el interés de las instituciones, que ahora poseen más del 50 por ciento de las acciones, y aumentó el número de analistas que cubrían la empresa. Como era de esperar, la acción era ya una 20-bagger para cuando se encontró de lleno bajo el foco de Wall Street, y desde entonces ha tenido un rendimiento muy inferior al esperado. Además de la carga que supone una elevada inversión institucional y una amplia cobertura por parte de los brókers, la empresa se ha visto afectada en los últimos años por la entrada en el negocio de los ataúdes a través de dos absorciones que no han contribuido a los beneficios. Por otro lado, el precio de las funerarias y los cementerios de calidad ha subido en picado, y la venta de seguros prenecesidad ha crecido menos de lo esperado.

## **8) Es un sector sin crecimiento**

Muchas personas prefieren invertir en sectores de alto crecimiento, en medio de un gran redoble de tambores. No es mi caso. Yo prefiero invertir en sectores de bajo crecimiento como los cubiertos de plástico, pero solo si no encuentro un sector sin crecimiento como los funerales. Ahí es donde se encuentran las mejores

oportunidades.

En realidad, los sectores de alto crecimiento no tienen nada particularmente excitante, más allá de ir viendo cómo caen uno tras otro sus valores. La moqueta en los años cincuenta, la electrónica en los años sesenta, la informática en los ochenta, todos ellos fueron sectores de alto crecimiento, en los que gran cantidad de empresas grandes y pequeñas fracasaron en su intento de prosperar durante demasiado tiempo. La razón es que por cada producto de un sector caliente hay mil graduados del MIT tratando de encontrar el modo de producirlo de forma más barata en Taiwán. Tan pronto como una compañía de *software* diseña el mejor procesador de textos del mundo, diez competidoras se gastan 100 millones de dólares para diseñar uno mejor, y estará en el mercado en ocho meses. Eso no ocurre con los tapones, los cupones, la retirada de grasa o las cadenas de moteles.

SCI contaba con la ventaja de que el crecimiento en el sector funerario era prácticamente nulo. El crecimiento en el negocio funerario mantiene un anémico crecimiento del uno por ciento anual en este país, demasiado lento para la gente que busca emociones fuertes, y que ha ido a buscarla en la informática. Sin embargo, es un negocio estable y con la base de clientes más fiable que se puede encontrar.

En un sector sin crecimiento, especialmente uno que resulte aburrido y desagradable, la competencia no es un problema. No tienes que protegerte de rivales potenciales porque nadie más se va a interesar por ello. Eso da margen para seguir creciendo y ganar cuota de mercado, como ha hecho SCI con los servicios funerarios. SCI es propietaria del 5 por ciento de las funerarias del país, y nada les va a impedir serlo del 10 o el 15 por ciento. La próxima promoción de Wharton no va a buscarle las cosquillas a SCI, del mismo modo que nadie quiere contarles a sus amigos de los bancos de inversión que ha decidido especializarse en la retirada de aceite sucio de las gasolineras.

## 9) *Tiene un nicho*

Me compraría mucho antes una cantera local que la Twentieth Century-Fox, pues una productora cinematográfica compite con otras productoras, mientras que la cantera tiene un nicho. La Twentieth Century-Fox tenía eso muy claro cuando compró Pebble Beach, juntamente con su cantera.

No cabe duda de que tener una cantera es más seguro que tener un negocio de joyería. Si uno está en el negocio de las joyas, compite con otros joyeros de toda la ciudad, de todo el estado, incluso del extranjero, pues la gente que está de vacaciones puede comprar joyas en cualquier parte y luego llevársela a casa. Pero si uno es propietario de la única cantera de Brooklyn tiene un monopolio virtual, con la protección añadida de la escasa popularidad de las canteras.

Entre profesionales se refieren a este sector como el negocio de los «agregados», pero incluso este exaltado nombre no puede alterar el hecho de que las piedras, la

arena y la grava son algunas de las cosas menos valiosas que se pueden encontrar. Ahí está la paradoja: todo mezclado, eso se vende probablemente a unos 3 dólares por tonelada. Por el precio de un vaso de zumo de naranja usted puede comprarse media tonelada de agregado y, si dispone de un camión, llevárselo a casa y echarlo en el jardín.

Lo que da valor a una cantera es que no tiene ninguna competencia. El rival más cercano, dos municipios más allá, no llevará sus piedras hasta su territorio porque la factura del transporte se comería todos los beneficios. Da igual lo maravillosas que sean las piedras de Chicago, ningún propietario de una cantera de Chicago invadirá jamás su territorio en Brooklyn o Detroit. El peso de la piedra convierte el agregado en una franquicia exclusiva. Y no necesita tener a una docena de abogados en nómina para protegerla.

Es imposible exagerar el valor de las franquicias exclusivas para una empresa o para sus accionistas. Inco es el mayor productor mundial de níquel en nuestros días, y lo seguirá siendo dentro de cincuenta años. En cierta ocasión me encontraba al borde de la mina de cobre de Bingham Pit en Utah, y mientras contemplaba aquella impresionante cavidad se me ocurrió pensar que nadie en Japón o en Corea puede inventarse un Bingham Pit.

Cuando tenemos la franquicia exclusiva de algo, podemos subir precios. En el caso de los yacimientos podemos subirlos hasta dejarlos justo por debajo del nivel en que el dueño de la cantera más cercana podría empezar a plantearse competir con nosotros. Él aplica el mismo método para poner sus precios.

Por si todo eso fuera poco, podemos conseguir reducciones fiscales importantes por la amortización de su maquinaria, además de una deducción por agotamiento del mineral como la que obtienen Exxon y Atlantic Richfield por sus depósitos de petróleo y gas. No concibo cómo alguien podría ir a la quiebra con una cantera. De modo que si usted no puede abrir su propia cantera, lo siguiente mejor que puede hacer con su dinero es comprar acciones de empresas productoras de agregado, como Vilcan Materials, Calmat, Boston Sand & Gravel, Dravo y Florida Rock. Cuando empresas de mayor tamaño, como Martin-Marietta, General Dynamics o Ashland venden parte de sus negocios, siempre se quedan con las canteras.

Siempre estoy atento a los nichos, la empresa perfecta para mí debería tener uno. Warren Buffet empezó comprando una fábrica textil en New Bedford, Massachusetts, y pronto se dio cuenta de que no era un negocio de nicho. Las cosas no le fueron demasiado bien en el sector textil, pero a continuación ganó miles de millones para sus accionistas invirtiendo en nichos. Buffet fue uno de los primeros en darse cuenta del valor de los periódicos y las cadenas de televisión que dominaban los grandes mercados, comenzando por el *Washington Post*. Pensando en la misma línea, compré tantas acciones como pude de Affiliated Publications, propietaria de la edición local del *Boston Globe*. Teniendo en cuenta que el *Globe* concentra el 90 por ciento de los ingresos por publicidad impresa en Boston, ¿cómo iba a perder dinero?

El *Globe* tiene un nicho, y la Times Mirror Company varios, entre ellos el *Newsday*, *Los Angeles Times*, *Hartford Courant* y *Baltimore Sun*. Gannett es propietaria de 90 periódicos, la mayoría de los cuales son los únicos periódicos en su localidad. Los inversores que descubrieron las ventajas de las franquicias exclusivas de periódico y cable a principios de la década de 1970 obtuvieron un buen número de *10-baggers* como premio, a medida que las acciones de medios de comunicación y de televisión por cable se fueron haciendo populares en Wall Street.

Cualquier periodista, ejecutivo publicitario o editor que trabajara en el *Washington Post* y viera sus beneficios podría haber comprendido el valor del nicho. Además, un periódico es un gran negocio por otros motivos también.

Las empresas farmacéuticas y químicas tienen nichos: productos que nadie más que ellos puede producir. SmithKline tardó años en conseguir la patente de Tagamet. En cuanto se aprueba una patente, las empresas rivales tienen prohibido invadir su territorio, a pesar de sus miles de millones para invertir en investigación. Tienen que inventar un fármaco distinto, demostrar que es distinto y luego superar tres años de pruebas clínicas antes de que el Gobierno les permita venderla. Tienen que demostrar que no es matarratas, y según parece la mayoría de los medicamentos son matarratas.

O tal vez sea que las ratas no están tan sanas como antes. Ahora que lo pienso, una vez gané dinero con una acción relacionada con las ratas: Charles River Breeding Labs. He aquí un negocio desagradable de verdad.

Las compañías químicas tienen sus nichos en los pesticidas y los herbicidas. No es más fácil conseguir la aprobación de un veneno que la de una cura. En cuanto tienes una patente y luz verde federal para vender un pesticida o un herbicida, tienes una máquina de hacer dinero. Monsanto tiene varias actualmente.

Marcas como Robitussin o Tylenol, Coca-Cola o Marlboro son casi tan buenas como un nicho. Cuesta una fortuna cultivar la confianza del público en un refresco o en un jarabe para la tos. El proceso completo lleva años.

## **10) La gente debe seguir comprándolo**

Prefiero invertir en una empresa que fabrica medicamentos, refrescos, hojas de afeitar o cigarrillos que en una que fabrica juguetes. En la industria de los juguetes alguien puede fabricar un muñeco maravilloso que todos los niños deben tener, pero cada niño recibe solo uno. Ocho meses después el producto es retirado de los estantes para dejar espacio para el último muñeco que todos los niños deben tener, fabricado por otro.

¿Por qué arriesgarse con compras caprichosas habiendo tanto negocio seguro por ahí?

## **11) Es un usuario de la tecnología**

En lugar de invertir en alguna empresa de informática que lucha por sobrevivir en una perpetua guerra de precios, ¿por qué no hacerlo en una empresa que se beneficia de dicha guerra, como Automatic Data Processing? A medida que los ordenadores se hacen más baratos, Automatic Data puede hacer su trabajo de manera más barata y aumentar de este modo sus beneficios. O bien, en lugar de invertir en una empresa que fabrica escáneres automáticos, ¿por qué no hacerlo en los supermercados dónde se instalan? Si un escáner ayuda a la empresa de supermercados a recortar costes, aunque sea solo un tres por ciento, eso puede suponer doblar los beneficios de la empresa.

## **12) La gente de dentro de la empresa compra sus acciones**

No hay mejor pista para el éxito probable de una acción que el hecho de que la gente de la propia empresa ponga su dinero en ella. En general, la gente que trabaja en una empresa son vendedores netos, y por lo general venden 2,3 acciones por cada una que compran. Después de la caída de mil puntos entre agosto y octubre de 1987, fue reconfortante descubrir que en la mayoría de empresas se compraban cuatro acciones por cada una que se vendía. Por lo menos ellos no habían perdido la fe.

Cuando la gente que está dentro de la empresa compra acciones como loca, podemos estar seguros de que como mínimo la empresa no va a quebrar en los próximos seis meses. Cuando la gente de dentro compra, apostaría a que no encontrarán a tres empresas que hayan quebrado en el corto plazo.

A largo plazo eso supone otro beneficio importante. Cuando la dirección ha invertido en acciones, dar valor a los accionistas se convierte en su primera prioridad, mientras que cuando la dirección simplemente recoge su paga cada mes, su prioridad es aumentar los salarios. Puesto que las empresas más grandes tienden a pagar salarios más elevados a sus directivos, hay una tendencia natural de los directivos asalariados a expandir el negocio, a menudo en detrimento de los accionistas. Eso ocurre con menos frecuencia cuando la dirección tiene importantes inversiones en acciones de la empresa.

Es un bonito gesto que el consejero delegado o el presidente de la empresa, con un sueldo de un millón de dólares, compre unos miles de acciones propias, pero es más significativo ver que los empleados de los escalones inferiores refuerzan sus posiciones en la empresa. Si usted ve que alguien con un salario anual de 45 000 dólares invierte 10 000 dólares en acciones, puede estar seguro de que es un voto de confianza importante. Por eso prefiero ver a siete vicepresidentes comprar 1000 acciones cada uno que al presidente comprando 5000.

Si el precio de la acción baja después de que la gente de dentro haya comprado y usted tiene opción de comprar más barato que ellos, mejor para usted.

No es difícil seguir la pista de las inversiones de la gente de la empresa. Cada vez que un directivo compra o vende acciones, debe declararlo en el Formulario 4 y

enviarlo a la SEC. Varios servicios de *newsletters*, entre ellos el *Vicker's Weekly Insider Report* y el *The Insiders*, realizan un seguimiento de dichas declaraciones. *Barron's*, *The Wall Street Journal* e *Invesrot's Daily* también incluyen esa información. Muchos periódicos de negocios locales informan de las inversiones de los miembros de las empresas locales: el *Boston Business Journal* por ejemplo tiene una columna de este tipo. Tal vez su bróker también pueda darle esa información, o bien descubra que su biblioteca local está suscrita a esas *newsletters*. Existe también una tabla de compras y ventas de los miembros de las empresas en *Value Line*.

(La venta de acciones por parte de los miembros de la empresa no significa nada en general, y no tiene sentido responder a ella. Por supuesto, sí tomo nota cuando nueve directivos venden después de que las acciones suban de 3 dólares a 12 dólares, sobre todo si venden la mayor parte de sus acciones. Pero en situaciones normales esas ventas no son un signo automático de problemas en la empresa. Hay muchas razones por las que un directivo puede vender. Tal vez necesite el dinero para pagar la educación de sus hijos, para comprarse una casa o para devolver una deuda. Tal vez hayan decidido diversificar a otras acciones. En cambio, hay una única razón por la que la gente de una empresa compra sus acciones: piensan que el precio de la acción es bajo y que va a subir).

### **13) La empresa está recomprando acciones**

Recomprar acciones es la forma más sencilla y adecuada que tiene una empresa para premiar a sus inversores. Si una empresa tiene fe en su propio futuro, ¿por qué no debería invertir en ella misma, igual que hacen los accionistas? El anuncio de recompras masivas por parte de una empresa tras otra consiguió romper la caída de muchos valores el 20 de octubre de 1987, y estabilizó el mercado en el momento de máximo pánico. A largo plazo, estas recompras no pueden sino beneficiar a los inversores.

Cuando la empresa recompra sus acciones estas salen de circulación, con lo que se reduce el número de sus acciones en el mercado. Eso puede tener un efecto mágico sobre los beneficios por acción, lo que a su vez tiene un efecto mágico sobre el precio de la acción. Si una compañía recompra la mitad de sus acciones y sus beneficios totales se mantienen inalterados, eso significa que los beneficios por acción se han duplicado. Pocas empresas pueden obtener esa clase de resultado recortando costes o vendiendo más productos.

Exxon ha estado recomprando acciones porque resulta más barato que perforar en busca de petróleo. Encontrar nuevos yacimientos le podría costar a Exxon 6 dólares por barril, mientras que retirar acciones de circulación tiene el mismo efecto que descubrir petróleo a 3 dólares la acción bajo el suelo de la Bolsa de Nueva York.

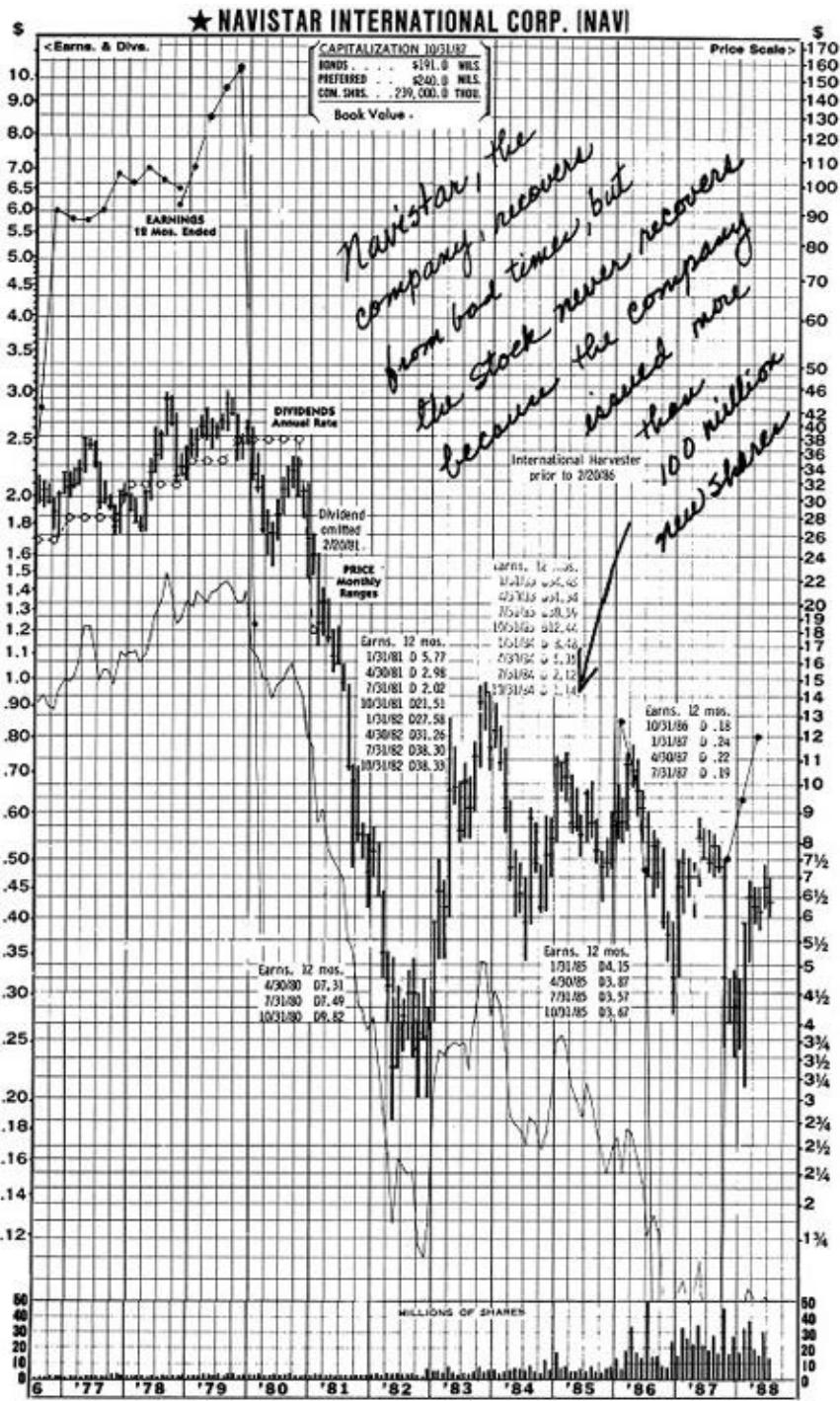
Esta práctica tan sensata era totalmente inédita hasta hace poco tiempo. International Dairy Queen fue una de las pioneras en la recompra de acciones durante

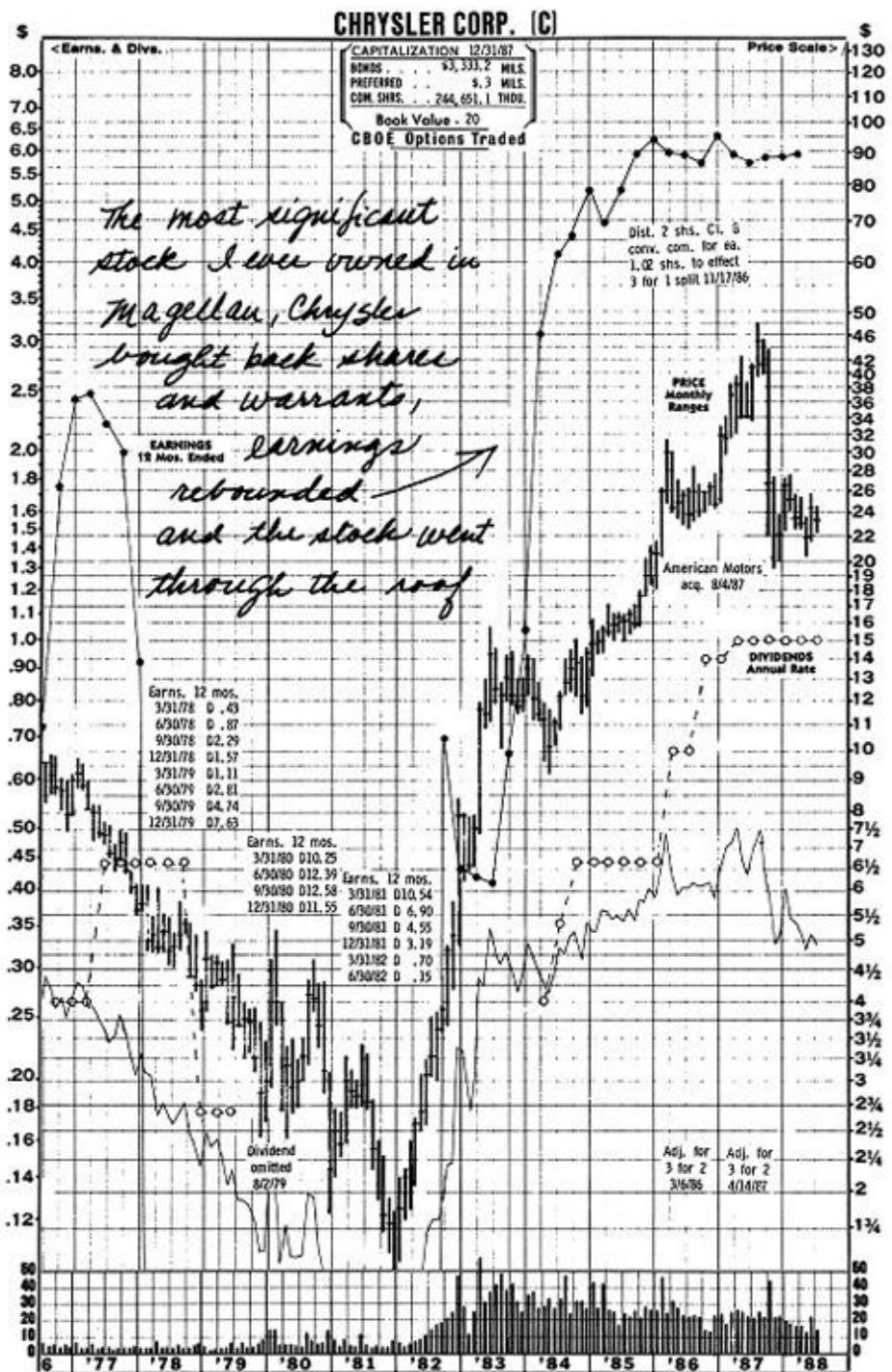
la década de 1960, pero pocos siguieron su ejemplo. La maravillosa gente de Crown, Cork, and Seal han recomprado acciones año tras año durante los veinte últimos años. No pagan dividendos y sus adquisiciones siempre resultan rentables, pero lo que más incrementa el impacto de sus beneficios es la reducción del número de acciones. Si esto sigue así, algún día habrá solo mil acciones de Crown, Cork, and Seal, cada una valorada en 10 millones de dólares.

Mientras Henry E. Singleton fue presidente de Teledyne, se ofrecía periódicamente a comprar acciones de la empresa a un precio muy superior al que se negocian en la bolsa. Cuando Teledyne se vendía por 5 dólares pagaba por ejemplo 7 dólares, cuando estaba en 10 dólares pagaba 14 dólares, y así sucesivamente. Una y otra vez ofrecía a los accionistas la posibilidad de salirse con una sabrosa prima. Esta demostración práctica de la fe de Teledyne en sus propias posibilidades resultaba más convincente que ningún adjetivo que pudiera figurar en su informe anual.

Las alternativas más comunes a la recompra de acciones son 1) aumentar los dividendos, 2) desarrollar nuevos productos, 3) iniciar nuevas operaciones y 4) realizar adquisiciones. Gillette trató de hacer las cuatro, con un énfasis especial en las tres últimas. Gillette tiene un negocio espectacularmente rentable con el afeitado, que gradualmente ha ido perdiendo peso relativo dentro de la empresa a medida que esta iba adquiriendo otras operaciones menos rentables. Si la empresa se hubiera limitado a recomprar regularmente sus propias acciones y a subir su dividendo en lugar de desviar su capital hacia sectores como la cosmética, los artículos de baño, los bolígrafos, los mecheros, los rulos, las cocteleras, el material de oficina, los cepillos de dientes, los productos para el pelo, los relojes digitales, y toda clase de otras distracciones, sus acciones podrían valer 100 dólares en lugar de los 35 dólares que valen actualmente. En los últimos cinco años, Gillette ha regresado a la buena senda a base de suprimir las operaciones que perdían dinero y reforzar su negocio central de afeitado, donde domina el mercado.

Lo contrario de recomprar acciones es emitir nuevas acciones, una operación que se conoce también como dilución. International Harvester, actualmente Navistar, vendió millones de acciones adicionales con el fin de obtener liquidez para sobrevivir a una crisis financiera provocada por el colapso del negocio de equipamiento agrícola (véase la tabla). Recordemos que Chrysler hizo exactamente lo contrario: recomprar acciones y garantías de acciones y reducir el número de acciones en circulación cuando el negocio empezó a mejorar (véase la tabla). Navistar vuelve a ser una empresa rentable, pero la extraordinaria dilución de las acciones hace que los ingresos tengan un impacto mínimo sobre ellas, de modo que los accionistas no han obtenido aún ningún beneficio significativo de la recuperación.





## La mejor compañía de todos los tiempos

Si pudiera conjurar con la imaginación una única y gloriosa empresa que combinara los peores elementos de Waste Management, Pep Boys, Safety-Kleen, las canteras y los tapones de botella, solo podría ser Cajun Cleaners. Cajun Cleaners está en el aburrido negocio de limpiar manchas de moho de muebles, libros raros y cortinas víctimas de la humedad subtropical. Es una escisión reciente de Louisiana BayouFeedback.

Sus oficinas centrales están situadas en los pantanos de Louisiana, y para llegar hasta ellas hay que cambiar dos veces de avión y luego contratar a una camioneta

para que nos lleve desde el aeropuerto. Ningún analista de Nueva York o Boston ha visitado jamás Cajun Cleansers, ni ninguna institución ha comprado una sola acción suya.

Mencione el nombre de Cajun Cleansers en un cóctel y pronto se encontrará hablando solo. Suena ridículo para cualquiera que lo escuche.

Las ventas de Cajun Cleansers han sido espectaculares, y se ha expandido rápidamente por toda la zona de los pantanos y los montes Ozarks. Y esas ventas pronto acelerarán su crecimiento porque la empresa acaba de obtener la patente de un nuevo gel que elimina cualquier tipo de mancha en ropa, mobiliario, alfombras, baldosas e incluso revestimientos de aluminio. La patente otorga a Cajun el nicho que estaba buscando.

La empresa también planea ofrecer seguros vitalicios premancha a millones de norteamericanos, los cuales tendrán así garantizada la eliminación de todas las manchas que pudieran causar en el futuro. Por su parte, la empresa pronto empezará a recibir una fortuna en ingresos fuera de balance.

Ninguna revista popular ha mencionado la nueva patente de Cajun, excepto las que aseguran que Elvis está vivo. La acción salió a 8 dólares en una oferta pública de hace siete años y pronto subió a 10 dólares. A ese precio los principales directivos de la empresa compraron tantas acciones como les permitieron sus bolsillos.

El primero en hablar de Cajun fue un pariente lejano al asegurarme que nadie más que ellos podían quitar el moho de las chaquetas de cuero que llevan demasiado tiempo en un armario húmedo. Luego hice una pequeña investigación por mi cuenta y descubrí que los ingresos de Cajun habían crecido al 20 por ciento anual a lo largo de los últimos cuatro años, nunca ha tenido un trimestre en negativo, no tiene deudas en el balance y resistió bien la última recesión. Fui a visitar la empresa y descubrí que un crustáceo debidamente entrenado podría supervisar sin problema la producción del gel en cuestión.

El día antes de decidirme a comprar Cajun Cleansers, el renombrado economista Henry Kaufman había predicho que las tasas de interés iban a subir, y luego el presidente de la Reserva Federal resbaló en una bolera y se hizo daño en la espalda, dos noticias que dieron como resultado combinado una bajada del 15 por ciento en el mercado, que arrastró consigo a Cajun Cleansers. Yo lo compré a 7,50 dólares, 2,50 dólares menos de lo que pagaron los directivos.

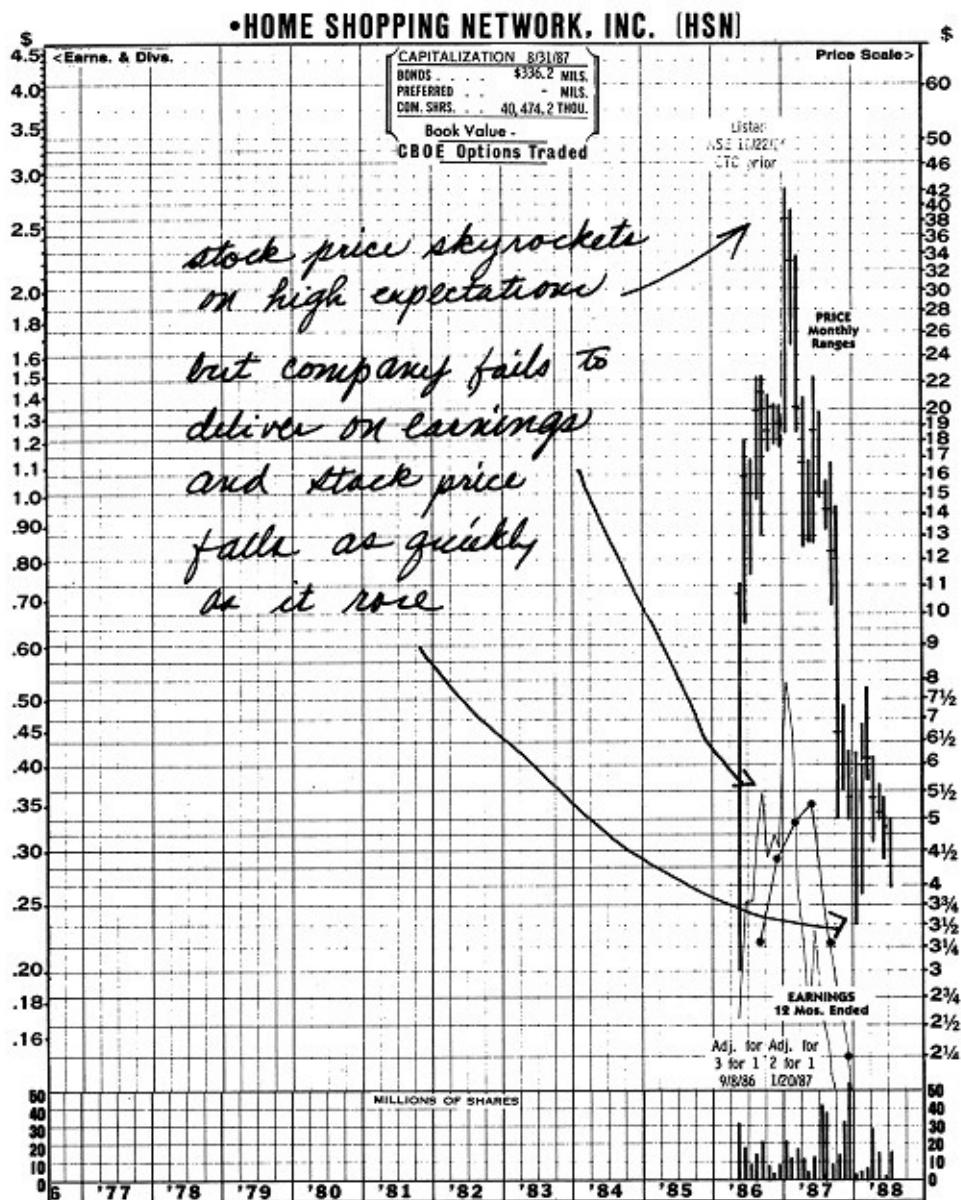
Esa es la situación actual con Cajun Cleansers. No me pellizquen. Estoy soñando.

## Valores que es mejor evitar

Si pudiera evitar un valor en concreto, sería el valor más de moda en el sector más de moda, el que recibe la publicidad más favorable, el que todo inversor oye mencionar a sus acompañantes en el coche y en el tren de cercanías, y que, sucumbiendo a la presión social, tan a menudo termina comprando.

Las acciones de moda pueden subir muy rápidamente, por lo general muy por encima de los valores de referencia estándar, pero como no se apoyan en nada más que la esperanza, su caída es igual de rápida. Si usted no demuestra una astucia especial vendiendo acciones de moda (y el hecho de que las haya comprado sugiere que no será así) pronto verá sus beneficios convertidos en pérdidas, porque cuando el precio baje, no lo hará lentamente, ni es probable que se detenga en el punto donde usted se subió al tren.

Solo hay que ver el gráfico de Home Shopping Network, una acción que se puso recientemente de moda en el popular sector de la venta a distancia, y que en 16 meses subió de 3 dólares a 47 dólares, para luego caer otra vez a 3,50 dólares (ajustado a particiones). Fue una historia estupenda para la gente que se apeó a 47 dólares, pero ¿qué decir de la gente que se subió al tren a 47 dólares, cuando la acción estaba más caliente? ¿Dónde estaban los ingresos, los beneficios, las perspectivas de futuro? La inversión era tan segura como una partida a la ruleta.



El balance se estaba deteriorando rápidamente (la empresa se estaba endeudando para comprar cadenas de televisión), había problemas con los teléfonos y pronto empezaron a aparecer competidores. Después de todo, ¿cuántos collares de zirconio puede llevar la gente?

Ya he mencionado otros casos de sectores calientes donde la meteórica subida solo sirvió para hacer más dura la caída. Las casas móviles, los relojes digitales y las organizaciones de mantenimiento de la salud fueron sectores calientes en los que se depositaron fervientes expectativas que nublaron la aritmética. Y entonces, justo cuando los analistas predicen crecimientos de dos dígitos para siempre jamás, el sector entra en declive.

Si uno tuviera que vivir de los beneficios obtenidos de sus inversiones en valores de moda de los sucesivos sectores de moda, pronto se encontraría viviendo de la beneficencia pública.

Nunca ha habido un negocio más caliente que el de las moquetas. Cuando yo era

un niño, todas las amas de casa del país querían moqueta de pared a pared. Alguien inventó un nuevo proceso de insertado que reducía drásticamente la cantidad de fibra necesaria para fabricar una moqueta, y alguien más encontró un modo de automatizar los telares, con el resultado de que los precios cayeron de 28 dólares a 4 dólares el metro cuadrado. Las nuevas moquetas más baratas cubrieron los suelos de escuelas, oficinas, aeropuertos y millones de casas en todos los barrios residenciales del país.

Tiempo atrás los suelos de parqué eran más baratos que las moquetas, pero ahora era al revés, de modo que las clases altas cambiaron sus moquetas por parqués, al tiempo que las masas cambiaban los parqués por moquetas. Las ventas de moqueta se dispararon, y los cinco o seis principales productores ingresaban más dinero del que eran capaces de gastar, y crecían a un ritmo vertiginoso. Fue entonces cuando los analistas comenzaron a decirles a los brókers que el *boom* de la moqueta duraría para siempre, y los brókers se lo dijeron a sus clientes, y los clientes se lanzaron a comprar acciones del sector. Al mismo tiempo, los cinco o seis principales productores se encontraron con doscientos nuevos competidores, la lucha por los clientes provocó una caída de los precios, y nadie más ganó un centavo en el negocio de las moquetas.

Las altas tasas de crecimiento y los sectores calientes atraen a mucha gente lista que quiere sacar tajada del negocio. Los emprendedores y los inversores de capital riesgo se pasan noches enteras en vela tratando de encontrar el modo de meterse donde está la acción lo antes posible. Si usted tiene una idea que es un negocio seguro pero no tiene modo de protegerla con una patente o un nicho, tan pronto como logre el éxito deberá empezar a defenderse de los imitadores. En los negocios, la imitación es la forma más sincera de agresión<sup>[28]</sup>.

¿Se acuerdan de lo que ocurrió con los discos duros? Los expertos decían que el sector crecería a la excitante tasa del 52 por ciento anual, y acertaron. Pero con treinta o treinta y cinco empresas rivales metidas en la carrera, no había beneficios para nadie.

¿Se acuerdan de los servicios petroleros? Bastaba que la palabra «petróleo» apareciera en un prospecto para que la gente comprara las acciones, aunque lo más cerca que llegaran a estar jamás de los servicios petroleros fuera pedir a los de Gashop que echaran una mirada bajo el capó.

En 1981 asistí a una cena en una conferencia del sector energético en Colorado donde Tom Brown era el orador principal. Tom Brown era el mayor accionista y el consejero delegado de Tom Brown, Inc., una popular compañía de servicios petroleros que se vendía entonces a 50 dólares por acción. El señor Brown mencionó a un conocido suyo que se había pavoneado de haber invertido a corto contra la acción (es decir, había apostado a que bajaría), tras lo cual el señor Brown hizo la siguiente observación sobre su psicología: «Realmente debes odiar el dinero para invertir a corto contra mis acciones. Perderás el coche y la casa y tendrás que presentarte desnudo a la fiesta de Navidad». El señor Brown consiguió levantar algunas risas repitiendo estas palabras, pero en los cuatro años siguientes la acción

efectivamente cayó de 50 dólares a 1 dólar. Aquel conocido suyo que había invertido a corto debió quedar encantado con la fortuna que ganó. Si alguien tuvo que ir desnudo a la fiesta de Navidad, debieron ser los accionistas que habían invertido a largo en sus acciones. Habrían evitado este destino si hubieran dado la espalda a la acción de moda en el sector de moda, o si por lo menos hubieran hecho los deberes. Tom Brown, Inc., no tenía nada detrás aparte de unas cuantas torres de perforación perfectamente inútiles, algunos yacimientos con dudosas reservas de petróleo y gas, unas deudas imponentes y un mal balance.

Nunca hubo un valor más caliente que Xerox en la década de 1960. La copistería era una industria fabulosa, y Xerox controlaba todo el proceso. Surgió el verbo «xerocopiar», lo que debería haber sido un buen presagio. Muchos analistas lo vieron así. Dieron por supuesto que Xerox seguiría creciendo hasta el infinito cuando la acción se vendía a 170 dólares en 1972. Pero entonces los japoneses se metieron en el negocio, IBM se metió en el negocio, Eastman Kodak se metió en el negocio. Pronto había veinte empresas haciendo copias bien secas y perfectas, nada que ver con las húmedas copias de los comienzos. Xerox se asustó y compró algunos negocios que no tenían nada que ver con lo suyo y que no sabía cómo gestionar, y sus acciones perdieron el 84 por ciento de su valor. A varios de sus competidores no les fueron mucho mejor las cosas.

La copistería ha sido un sector respetable durante dos décadas y nunca ha habido un descenso de la demanda, y sin embargo las empresas que fabrican fotocopiadoras no logran ganarse la vida.

Compare la triste evolución de las acciones de Xerox con la de Philip Morris, una empresa que vende tabaco, un sector de crecimiento negativo en los Estados Unidos. A lo largo de los últimos quince años Xerox ha caído de 160 dólares a 60 dólares, mientras que Philip Morris ha subido de 14 dólares a 90 dólares. Año tras año Philip Morris ha ido aumentando sus ingresos a base de ganar cuota de mercado en el extranjero, subir precios y recortar costes. Philip Morris ha encontrado un nicho en sus marcas: Marlboro, Virginia Slims, Benson & Hedges, Merit, etc. Los sectores de crecimiento negativo no atraen a hordas de competidores.

### Cuidado con la próxima lo-que-sea

Otro valor que evitaría es el de una empresa que haya sido ensalzada como la próxima IBM, la próxima McDonald's, la próxima Intel, la próxima Disney, etc. En mi experiencia, la próxima lo-que-sea casi nunca lo es, ya se trate de Broadway, de la lista de *bestsellers*, de la National Basketball Association, o de Wall Street. ¿Cuántas veces hemos oído decir que tal jugador será el próximo Willie Mays, o que tal novela será la próxima *Moby Dick*, para luego ver cómo el primero es echado del equipo y el segundo es discretamente saldado? En la bolsa hay una maldición parecida.

De hecho, cuando la gente ensalza una empresa como la próxima tal o cual, a

menudo marca el principio del fin no solo de la imitadora sino también de la original con la que es comparada. Cuando otras empresas de informática empiezan a ser llamadas la «próxima IBM», cabe esperar malos tiempos para IBM, y así ha sido. Hoy, la mayoría de las empresas de informática se esfuerzan por no convertirse en la próxima IBM, lo que tal vez anuncie mejores tiempos para la atormentada empresa.

Después de que Circuit City Stores (antes Wards) se convirtiera en una exitosa cadena comercial de electrónica, hubo una larga lista de «próximos», entre ellos First Family, Good Guys, Highland Superstores, Crazy Eddie y Fretters. Circuit City ha multiplicado por cuatro su valor desde 1984, año en que comenzó a cotizar en la Bolsa de Nueva York, evitando de algún modo la maldición de IBM, mientras que todas las «próximas» han perdido entre el 59 y el 96 por ciento de su valor original.

La próxima Toys “R” Us debía ser Child World, que también tropezó por el camino; y la siguiente Price Club era Wharehouse Club, que corrió la misma suerte.

### **Evite las *diempeoraciones***

En lugar de recomprar acciones o aumentar los dividendos, a menudo las empresas rentables prefieren patearse el dinero en adquisiciones poco prudentes. El *diempeorador* genuino busca productos que estén 1) sobrevalorados y 2) totalmente fuera de su comprensión. De ese modo se garantiza la maximización de las pérdidas.

Las empresas parecen alternar de una década a la siguiente entre una diempeoración rampante (cuando se gastan miles de millones en excitantes adquisiciones) y una reestructuración rampante (cuando liquidan todas esas adquisiciones ya nada excitantes por un precio inferior al de compra). Lo mismo ocurre con los veleros que se compra la gente.

Tal vez habría que aplaudir estos episodios tan frecuentes de adquisición, arrepentimiento y desinversión, para dar paso nuevamente a una adquisición y un arrepentimiento, como una forma de transferencia de renta de los accionistas de las empresas más grandes y ricas a los de las empresas más pequeñas que resultan adquiridas en el proceso, teniendo en cuenta la tendencia de las grandes empresas a pagar de más. El porqué de todo esto es algo que nunca he terminado de entender, salvo tal vez porque la dirección de las empresas encuentra más emoción en la adquisición de otras empresas más pequeñas, al precio que sea, que en la recompra de acciones o en la entrega de dividendos, que no requiere ninguna imaginación.

Tal vez los psicólogos puedan dar con una explicación. La prosperidad es algo que resulta simplemente insopportable para algunas empresas, igual que para algunas personas.

Desde el punto de vista de un inversor, la diempeoración solo puede ser buena si tenemos en cartera acciones de la empresa adquirida o si encontramos oportunidades de recuperación entre aquellas víctimas del proceso que han decidido emprender una reestructuración.

Hay tantos ejemplos de diempeoración que apenas sé por dónde comenzar. Mobil Oil se *diempeoró* una vez comprando Marcor Inc. Uno de los negocios de Marcor era una cadena comercial en un sector desconocido para Mobil que lastró a la empresa durante años. El otro gran negocio de Marcor era Container Corporation, que Mobil vendió más tarde a muy bajo precio. Mobil derrochó aún más millones pagando un precio excesivo por Superior Oil.

Desde el pico de los valores petroleros en 1980, las acciones de Mobil han subido solo un 10 por ciento, mientras que las de Exxon han doblado su valor. Dejando a un lado un par de adquisiciones poco afortunadas y relativamente pequeñas, como Reliance Electric, más una filial de capital riesgo de triste destino, Exxon ha sabido resistir a la tentación de la diempeoración y se ha mantenido centrada en su propio negocio. Sus excedentes de caja se han destinado a la recompra de sus propias acciones. A los accionistas de Exxon les ha ido mucho mejor que a los de Mobil, aunque la nueva dirección está introduciendo cambios importantes en esta última. En 1988 vendió Montgomery Ward.

Ya he descrito las locuras de Gillette. La empresa no solo compró el botiquín al completo, sino que siguió *diempeorándose* en el sector de los relojes digitales, para anunciar finalmente la cancelación de todo el fiasco. Es la única vez que recuerdo en que una empresa importante salió a explicar que dejaba un negocio con pérdidas antes de que nadie se enterara de que se había metido en él mismo. Gillette también ha introducido reformas importantes y últimamente ha vuelto al buen camino.

General Mills poseía restaurantes chinos, restaurantes italianos, restaurantes de parrilla, juguetes Parker Brothers, camisas Izod, monedas, sellos, agencias de viajes, tiendas Eddie Bauer y productos Footjoy, muchos de ellos adquiridos en la década de 1960.

Los años sesenta fueron la mejor década de la historia para la diempeoración desde que el Imperio romano se *diempeoró* por toda Europa y el norte de África. Resulta difícil encontrar una empresa respetable que no se *diempeorara* en los años sesenta, cuando los mejores y los más listos estaban convencidos de que podían llevar cualquier empresa que quisieran.

Allied Chemical se hizo con el santo y la limosna Times Mirror cayó en la diempeoración, y lo mismo puede decirse de Merck, aunque posteriormente ambas han recuperado el buen criterio y concentrado nuevamente sus esfuerzos en la edición y la farmacia.

Las industrias norteamericanas realizaron 300 adquisiciones en un solo año. Deberían haberse puesto el nombre de «una por día». Beatrice Foods se expandió de los productos comestibles a los no comestibles, después de lo cual todo era posible ya.

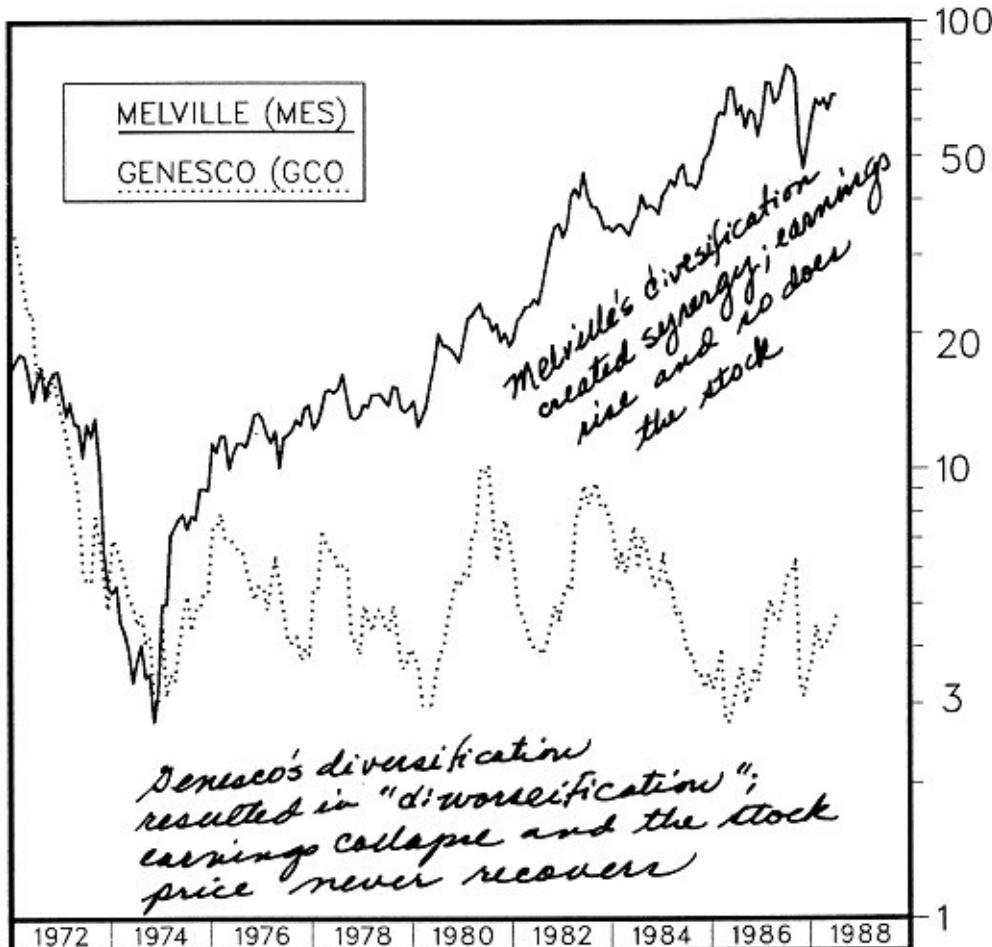
Esta era dorada de las adquisiciones terminó con el colapso del mercado en 1973-1974, cuando Wall Street comprendió finalmente que los mejores y los más listos no lo eran tanto como habían creído, y que incluso los más encantadores

directivos de empresa eran incapaces de convertir en príncipes todas las ranas que compraban.

Eso no significa que sea siempre una mala idea realizar adquisiciones. Es una buena estrategia cuando las cosas van mal para nuestro negocio básico. Nunca habríamos oído hablar de Warren Buffett o de su Berkshire Hathaway si se hubiera quedado en el sector textil. Lo mismo podría decirse de Tisches, que comenzó con una cadena de cines (Loew's) y usó los beneficios para comprar una empresa de tabaco (Lorillard), la cual le ayudó a adquirir una compañía de seguros (CNA), que a su vez le llevó a asumir una posición importante en CBS. La cuestión es saber encontrar las adquisiciones correctas y luego gestionarlas bien.

Consideremos los casos de Melville y Genesco, ambos fabricantes de zapatos, uno de los cuales se diversificó con éxito mientras que el otro se *diempeoró* (véanse los gráficos). Treinta años atrás Melville fabricaba zapatos masculinos casi exclusivamente para su propia cadena de zapaterías, Tom McAn. Las ventas fueron creciendo a medida que la empresa comenzó a arrendar departamentos de zapatería en otras tiendas, en especial en la cadena Kmart. Cuando Kmart inició su gran expansión en 1962, los beneficios de Melville se dispararon. Tras años de experiencia en el comercio minorista del zapato, la empresa se lanzó a una serie de adquisiciones, aunque esperando siempre a asegurar el éxito de una antes de pasar a la siguiente: en 1969 compraron CVS, una cadena de droguerías; en 1976 Marshall's, una cadena de tiendas de moda; y en 1981 Kay-Bee Toys. Durante el mismo periodo, Melville redujo el número de sus fábricas de zapatos de veintidós en 1965 a solo una en 1982. De forma lenta pero eficiente, el fabricante de zapatos se fue convirtiendo en un grupo bien diversificado en el negocio del comercio minorista.

A diferencia de Melville, Genesco se lanzó a una carrera loca. A partir de 1956 compró Bonwit Teller, Henri Bendel, Tiffany y Kress (tiendas de «Todo a 100»), para luego meterse en consultoría de seguridad, joyería para hombre y mujer, material para hacer punto, productos textiles, tejanos y una variada lista de comercios minoristas y mayoristas, todo ello sin dejar de producir zapatos. En los diecisiete años que van de 1956 a 1973 Genesco realizó 150 adquisiciones. Todas estas adquisiciones incrementaron enormemente la facturación de la empresa, de modo que Genesco se volvió mucho más grande sobre el papel, al tiempo que sus fundamentales se deterioraban.



La diferencia entre las estrategias de Melville y Genesco se trasladó finalmente a los beneficios y a la evolución de las acciones de las dos empresas. Ambos valores sufrieron durante el mercado bajista de 1973-1974. Pero los beneficios de Melville seguían creciendo de forma estable y sus acciones rebotaron; en 1987 se había convertido en una *30-bagger*. En el caso de Genesco, su posición financiera no dejó de deteriorarse después de 1974, y sus acciones no se han recuperado nunca.

¿Por qué Melville tuvo éxito allí donde Genesco fracasó? La respuesta tiene mucho que ver con un concepto llamado sinergia. La «sinergia» es un nombre sofisticado para la idea de juntar diversos negocios relacionados y tratar de que todo el conjunto funcione, o la teoría de que dos más dos igual a cinco.

La teoría de la sinergia sugiere, por ejemplo, que puesto que Marriott ya opera hoteles y restaurantes, tiene sentido que adquiera la cadena de restaurantes Big Boy, y también la filial que proporciona servicio de *catering* a prisiones y universidades. (Cualquier estudiante podrá confirmarle que existe una enorme sinergia entre la comida carcelaria y la universitaria). ¿Pero qué puede saber Marriott de piezas de automóvil o de videojuegos?

En la práctica, las adquisiciones a veces producen sinergias y a veces no. Gillette, la primera productora mundial de hojas de afeitar, consiguió cierta sinergia cuando compró la línea de cremas de afeitar Foamy. Sin embargo, eso no se extendía a los champús, las lociones y demás productos de baño que compró Gillette a

continuación. La Berkshire Hathaway de Buffet ha comprado de todo, desde tiendas de golosinas o muebles hasta periódicos, con resultados espectaculares. Por otro lado, la empresa de Buffet se dedica específicamente a las adquisiciones.

Si una empresa debe adquirir algún negocio prefiero que sea un negocio relacionado con el suyo, pero en general las adquisiciones son algo que me pone nervioso. Hay una tendencia fuerte entre las empresas cargadas de efectivo y con sensación de omnipotencia a pagar demasiado caras sus adquisiciones, a esperar demasiado de ellas, y a gestionarlas mal. Prefiero ver una vigorosa recompra de acciones, que es por demás la sinergia más pura de todas.

### Cuidado con los rumores

Continuamente recibo llamadas de gente que me recomienda empresas sólidas para Magellan, y luego, normalmente después de bajar el tono de voz como si fuera a hacerme una confidencia personal, añade: «También quería hablarte de otro valor. Es demasiado pequeño para tu fondo, pero deberías echarle un ojo para tu propia cartera. Es una idea fascinante, podría ser un ganador de verdad».

Estas son las apuestas arriesgadas, también conocidas como rumores. Probablemente llegarán cerca de sus oídos más o menos al mismo tiempo que de los míos: la empresa que vende un derivado del jugo de papaya como cura para el dolor de hernia discal (Smith Labs); remedios de la jungla en general; *gadgets* de alta tecnología; anticuerpos monoclonales extraídos de las vacas (Bioresponce); diversos aditivos milagrosos; y avances energéticos que violan las leyes de la física. A menudo los rumores hablan de empresas que están a punto de solucionar el último gran problema nacional: la escasez de petróleo, la adicción a las drogas, el sida. La solución es o bien a) muy imaginativa o bien b) tremadamente complicada.

Mi ejemplo preferido es KMS Industries, la cual, siempre según los informes anuales, andaba metida en los «módulos fotovoltaicos de silicio amorfo» en 1980-1982, para luego interesarse por el «multiplexor de vídeo» y los «pins ópticos» en 1984, y concentrar su atención en una serie de «procesos materiales que utilizan implosiones esféricas químicamente inducidas» en 1985, tras lo cual dedicaron todos sus esfuerzos a un «programa de fusión por confinamiento inercial», a la «compresión por ondas de choque generadas por láser» y a las «pruebas visuales de inmunodiagnóstico» en 1986. Las acciones cayeron de 40 dólares a 2,5 dólares en el conjunto de este periodo. Solo una partición inversa de ocho acciones por una evitó que se convirtiese en una acción centimera. Smith Labs cayó desde un pico de 25 dólares hasta 1 dólar.

Tras una primera visita de Bioresponse a mi oficina en Boston, fui a devolvérsela a sus cuarteles generales de San Francisco. Me encontré en unas oficinas situadas en un piso alto de una parte más bien cutre de San Francisco (esto debería considerarse un punto positivo) donde a un lado de la sala había directivos y al otro una hilera de

vacas. Mientras hablaba con el presidente y el contable, un grupo de técnicos con bata blanca se afanaban en extraer linfa de los animales. Al parecer era una alternativa más barata a extraerla de ratones, que es el procedimiento habitual. Con dos vacas se puede producir la insulina necesaria para todo el país, y con un solo gramo de linfa de vaca se podían realizar un millón de pruebas diagnósticas.

Bioresponse era seguido de cerca por varias agencias de bolsa, y había sido recomendada por DeanWitter, Montgomery Securities, Furman Selz y J. C. Bradford. Yo compré acciones suyas en una oferta secundaria a 9,24 dólares en febrero de 1983. Llegó a un pico de 16 dólares, pero ahora está en las últimas. Suerte que pude vender con unas pérdidas limitadas.

Los rumores tienen un efecto hipnótico, y por lo general las historias que cuentan contienen un elemento emocional. Y precisamente este elemento resulta tan deleitable que uno se olvida de ver que no hay nada sólido ahí. Si usted o yo invirtiéramos habitualmente en esa clase de valores, pronto necesitaríamos algún trabajo a tiempo parcial para compensar las pérdidas. Es posible que suban antes de caer, pero en el largo plazo he perdido dinero en todas y cada una de las que he comprado. He aquí algunos ejemplos:

—Worlds of Wonder; Pizza Time Theater (Chuck E. Cheese compró la granja); One Potato, Two (nombre comercial SPUD); National Health Care (de 14 dólares a 50 centavos); Sun World Airways (de 8 dólares a 50 centavos); Alhambra Mines (lástima que nunca dieron con una mina decente); MGF Oil (a un centavo por acción actualmente); American Surgery Centers (¡vaya si necesitan pacientes!); Asbetec Industries (ahora se vende por 0,12 dólares); American Solar King (búsquelo en la hojas rosas<sup>[29]</sup> de alguna acción olvidada); Televideo (se cayó del autobús); Priam (debería haberme mantenido alejado de los discos duros); Vector Graphics Microcomputers (debería haberme mantenido alejado de los microordenadores); GD Ritzys (comida rápida, pero nada que ver con McDonald's); Integrated Circuits, Comdial Corp; y Bowmar.

Lo que todas estas apuestas de riesgo tenían en común aparte de hacerme perder dinero era que su gran historia no tenía el menor fundamento. Esa es la esencia de los rumores.

El inversor se ve liberado de la carga de comprobar los beneficios y demás porque normalmente no los hay. Comprender la ratio PER no es ningún problema, porque normalmente no hay ratio PER. Eso sí, no faltan microscopios, doctorados, esperanzas exaltadas y dinero en efectivo de la salida a bolsa.

Siempre trato de recordarme a mí mismo (y como resulta obvio, no siempre lo consigo) que cuando una inversión genera unas expectativas tan grandes, seguirá siendo una buena inversión el año que viene, y el otro. ¿Por qué no comprar un poco más adelante, cuando la empresa ya tenga una trayectoria establecida? Esperemos a ver los beneficios. Una empresa que ha demostrado ya su potencial puede seguir siendo una 10-bagger. En caso de duda, lo mejor es esperar.

En los casos más excitantes se crea a menudo el estado de opinión de que o se compra en la oferta pública inicial (OPI) o ya es demasiado tarde. Raramente es así, aunque en algunos casos ocurre que la carrera inicial por comprar permite obtener ganancias fabulosas en un solo día. El 4 de octubre de 1980, Genentech salió a bolsa con un precio de 35 dólares, y esa misma tarde se vendía a 89 dólares, antes de retroceder nuevamente a 71,25 dólares. Magellan solo pudo hacerse con un pequeño paquete de acciones (no siempre es posible conseguirlas en las ofertas públicas calientes). Me fue mejor con Apple Computer, que vendí el primer día con una ganancia del 20 por ciento, pues pude comprar tantas acciones como quise. Eso fue porque el día antes de la oferta, la Mancomunidad de Massachusetts estableció que solo los inversores expertos podían comprar Apple, porque se trataba de una empresa demasiado especulativa para el público en general. No volví a comprar Apple hasta que más tarde se hundió y se convirtió en una recuperable.

Las OPS de empresas totalmente nuevas son muy arriesgadas porque no hay casi ningún elemento de juicio. He comprado algunas que han funcionado bien con el tiempo (Federal Express fue la primera que compré, y ha multiplicado por 25 su valor), pero diría que tres de cada cuatro han sido fracasos a largo plazo.

Me ha ido mejor con OPS de empresas que son escisiones de otras empresas o en situaciones parecidas, cuando la nueva entidad tiene una trayectoria detrás. Es el caso de Toys "R" Us, y también el de Agency Rent-A-Car y Safety-Kleen. Todas ellas eran negocios establecidos en el momento de salir, tan investigables como Ford o Coca-Cola.

### **Cuidado con el intermediario**

Cualquier empresa que venda el 25 o el 50 por ciento de sus productos a un único cliente se encuentra en una situación precaria. SCI Systems (no confundir con la funeraria) es una empresa bien gestionada y un importante proveedor de componentes para IBM, pero nunca sabremos si IBM va a decidir en algún momento que puede fabricarse sus propios componentes o que puede pasar sin ellos, y cancelar el contrato de SCI. Siempre soy reacio a invertir en un proveedor cuando la pérdida de un único cliente puede ser catastrófica para él. Empresas de discos duros como Tandon siempre han estado al borde del desastre precisamente por ser demasiado dependientes de unos pocos clientes.

Más allá de posibles cancelaciones, el gran cliente tiene un poder increíble para rebajar precios y forzar otras concesiones que reduzcan los beneficios del proveedor. Es raro que una situación así pueda suponer una gran inversión.

### **Cuidado con los valores con un nombre excitante**

Es una lástima que Xerox no tuviera un nombre como David's Dry Copies, porque más gente habría sido escéptica con sus posibilidades. Del mismo modo que un nombre aburrido en una buena empresa mantiene alejados a los compradores tempranos, un nombre resultón en una empresa mediocre atrae a los inversores y les da una falsa sensación de seguridad. Basta que contenga «avanzado», «líder», «micro» o alguna palabra con una *x*, o que sea un acrónimo de sonoridad misteriosa, para que la gente quede fascinada con el nombre. UAL se cambió el nombre por Allegis con la esperanza de ganarse a la gente más sensible a estas cosas. Es una buena cosa que Crown, Cork and Seal dejaran en paz su nombre. Si hubieran escuchado a sus consultores de imagen corporativa sin duda lo habrían cambiado por CroCorSea, lo cual les habría garantizado un gran seguimiento institucional desde el primer momento.

## Beneficios, beneficios, beneficios

Pongamos que usted se fijó en Sensormatic, la empresa que inventó el inteligente sistema de la etiqueta y el timbre para evitar los hurtos en las tiendas, y cuyas acciones subieron de 2 dólares a 42 dólares entre 1979 y 1983, mientras la empresa se expandía. Su bróker le dice que es una empresa pequeña de alto crecimiento. O pongamos que usted revisa su cartera y se encuentra con que tiene dos estables y tres cíclicas. ¿Qué garantía puede tener usted de que Sensormatic, o cualquiera de las demás acciones que tiene actualmente en cartera, aumentará de precio? Y si se dispone a comprar, ¿cuánto debería pagar por ellas?

La pregunta que usted se está haciendo es qué da valor a una empresa, y por qué ha de ser más valiosa mañana que hoy. Hay muchas teorías, pero en mi opinión todo se resume al final en una cuestión de activos y de beneficios. Sobre todo de beneficios. A veces pasan años antes de que el precio de la acción se adecúe al valor de la empresa, y los períodos de infravaloración pueden ser tan largos que los inversores comiencen a tener dudas de si va a ocurrir algún día. Pero el valor termina por imponerse siempre, o por lo menos lo bastante a menudo para que valga la pena creer en ello.

Analizar las acciones de una empresa sobre la base de sus activos y sus beneficios no es distinto de analizar una lavandería o una farmacia de barrio, o un apartamento que usted pudiera querer comprarse. ***Aunque a veces es fácil olvidarlo, una acción no es un billete de lotería. Es parte de la propiedad de un negocio.***

He aquí otra manera de pensar en los activos y los beneficios. Si usted fuera un valor cotizado en bolsa, sus activos y sus beneficios determinarían cuánto estaría dispuesto a pagar un inversor por sus acciones. Evaluarse a usted mismo del mismo modo que evaluaría a General Motors es un ejercicio instructivo, y ayuda a pillarle el truco a esta fase de la investigación.

Entre sus activos usted incluiría todos sus bienes inmuebles, vehículos, muebles, ropa, alfombras, barcos, herramientas, joyas, palos de golf y todo lo que pudiera ir a parar a una gigantesca venta de garaje, si usted optara por liquidar sus activos y dejarlo todo. Por supuesto, usted debería restar de todo ello sus hipotecas, cargas, préstamos para comprar el coche y demás créditos obtenidos de bancos, familiares o vecinos, facturas impagadas, deudas del póker y demás. El resultado sería el saldo positivo a su favor, o su valor contable, o su valor económico neto como activo tangible. (O bien, si el resultado es negativo, es usted un candidato humano para ir a concurso de acreedores).

Mientras usted no entre en la liquidación y sea vendido a los acreedores, posee también la otra clase de valor: la capacidad de generar ingresos. A lo largo de su vida

laboral usted habrá llevado a casa miles, cientos de miles o millones de dólares, en función de cuánto le paguen y de cuánto trabaje. De nuevo, puede haber grandes diferencias en los resultados acumulados.

Ahora que está en ello, tal vez quiera clasificarse a usted mismo en alguna de las seis categorías de acciones que hemos repasado antes. Tal vez podría ser un juego no del todo aburrido para una fiesta:

La gente que tiene empleos seguros con sueldos bajos y ascensos modestos son personas de bajo crecimiento, el equivalente humano de compañías energéticas como American Electric Power. Los bibliotecarios, los maestros de escuela y los policías son también personas de bajo crecimiento.

La gente que recibe buenos salarios y obtiene ascensos predecibles, como los directivos de nivel medio, son personas sólidas. Las Coca-Colas y las Ralston Purina del mercado laboral.

Los granjeros, los empleados de hotel, los jugadores de jai alai, los operadores de campamentos de verano y los vendedores de lotes de árboles de navidad, es decir todos los que obtienen sus ingresos en periodos cortos de tiempo y luego aguantan como pueden durante periodos largos e improductivos, son personas cíclicas. Los escritores y los actores pueden ser cílicos, aunque la posibilidad de repentinos golpes de fortuna les convierte en potenciales personas de alto crecimiento.

Los vagos, los rentistas, los hacendados, los *bon vivants* y todos aquellos que viven de sus fortunas familiares pero no aportan nada con su trabajo son personas de activo oculto, las acciones de minas y ferrocarriles de nuestra analogía. La cuestión con los valores de activo oculto es saber qué quedará una vez pagadas todas las deudas, incluidas las facturas de la licorería y de la agencia de viajes.

Golfos, balas perdidas, indigentes, arruinados, trabajadores despedidos y demás personas que llenan las colas del desempleo son recuperables, en la medida en que conserven la energía y el espíritu emprendedor.

Actores, inventores, constructores, pequeños empresarios, atletas, músicos y criminales son potencialmente personas de alto crecimiento. En este grupo hay una tasa de fracaso más alta que entre las estables, pero si alguna de ellas triunfa puede multiplicar por diez, veinte o cien su valor de la noche a la mañana, y convertirse en el equivalente humano de Taco Bell o Stop & Shop.

Cuando usted compra acciones de una empresa de alto crecimiento, está apostando en realidad por sus opciones de generar más dinero en el futuro. Considere la elección entre invertir en una Dunkin' Donuts joven, por ejemplo un Harrison Ford, o en alguien estilo Coca-Cola, como por ejemplo un abogado de empresa. Invertir en el tipo Coca-Cola parece mucho más razonable mientras Harrison Ford trabaja como carpintero itinerante en Los Ángeles, pero vean lo que ocurre con sus ingresos cuando el señor Ford estrena una película de éxito como *Star Wars*.

Es improbable que el abogado se convierta en un 10-bagger de la noche a la mañana, salvo que gane un caso de divorcio importante, pero ese tipo que limpia

cascos de embarcaciones y escribe novelas podría ser el próximo Hemingway. (¡Léase los libros antes de invertir en él!). Por eso los inversores buscan valores de alto crecimiento prometedores y hacen subir los precios de sus acciones aunque las empresas todavía no tengan beneficios, o aunque los beneficios sean pobres en relación con el precio por acción.

La importancia de los beneficios puede comprobarse en cualquier gráfico que incluya una línea de beneficios junto a la del precio de las acciones. La mayoría de corredurías de bolsa podrán proporcionarle colecciones de gráficos de valores, y es muy instructivo echarles una ojeada. Usted comprobará que gráfico tras gráfico ambas líneas se mueven en paralelo, o que si la línea del precio se aleja de la de los beneficios, tarde o temprano vuelven a alinearse.

La gente puede pensar lo que quiera sobre lo que están haciendo los japoneses o los coreanos, pero al final lo que decide el futuro de un valor son los beneficios. La gente puede estar pendiente de las variaciones del mercado hora tras hora, pero lo que hay detrás de todas esas variaciones, a largo plazo, son los beneficios. De vez en cuando encontrará alguna excepción, pero si usted examina los gráficos de la acciones que tiene en su cartera es muy probable que vea la relación que he descrito.

A lo largo de la última década hemos visto recesiones e inflación, subidas y bajadas del precio del petróleo, y en todo momento las acciones han seguido a los beneficios. Observe el gráfico de Dow Chemical. Cuando los beneficios son altos, el precio es alto. Eso fue lo que ocurrió entre 1971 y 1975 y de nuevo entre 1985 y 1988. En el periodo intermedio, de 1975 a 1985, los beneficios fueron erráticos y lo mismo ocurrió con el precio de las acciones.

Vea el caso de Avon, una acción que pasó de valer 3 dólares en 1958 a valer 140 dólares en 1972, empujada por unos beneficios que no dejaban de crecer. El optimismo era grande, y el precio subió por encima de los beneficios. Entonces, en 1973, la ilusión se vino abajo. El precio cayó porque los beneficios habían caído, y se podía ver venir. La revista *Forbes* nos advirtió a todos en un artículo de portada diez meses antes de que comenzara la caída.

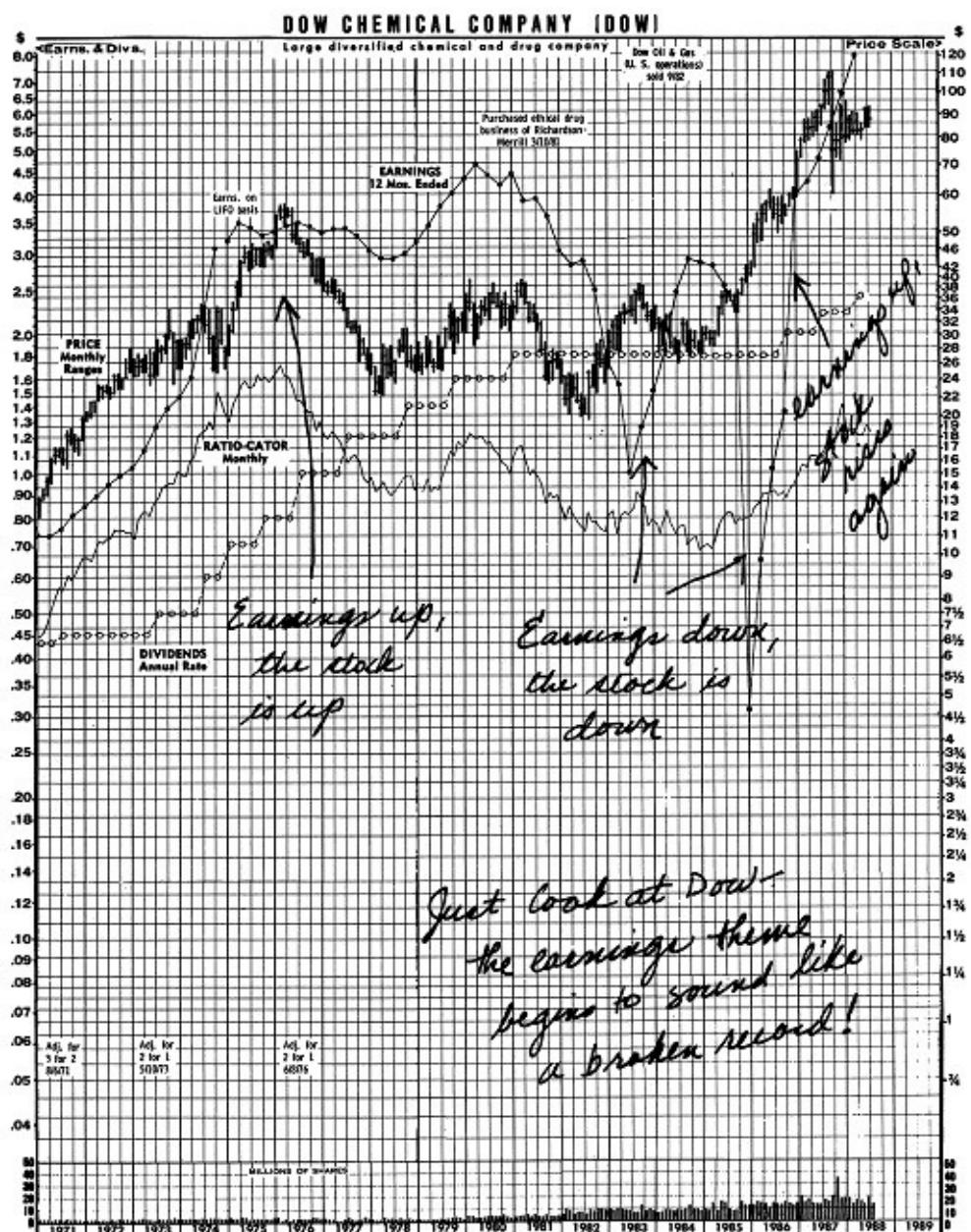
¿Y qué decir de Masco Corporation, la empresa que inventó el grifo monomando y disfrutó de treinta años consecutivos de aumento de beneficios, tanto en la guerra como en la paz, tanto en inflación como en recesión, con el resultado de que los beneficios se multiplicaron por 800 y el precio de las acciones por 1300 entre 1958 y 1987? Probablemente sea el mejor valor cotizado en bolsa de la historia del capitalismo. ¿Qué habría esperado usted de una empresa que empezó con el nombre maravillosamente ridículo de Masco Screw Products<sup>[30]</sup>? Mientras los beneficios siguieron creciendo, nada podía detenerlos.

Vea si no Shoney's, una cadena de restaurantes que ha tenido 116 trimestres consecutivos (29 años) de aumento de beneficios, una trayectoria que pocas empresas podrían emular. Por supuesto, sus acciones también han subido de forma continuada. En los raros momentos en que el precio adelantó a los beneficios, pronto se impuso

nuevamente la realidad, como puede comprobarse en el gráfico.

El gráfico de Marriott, otra gran acción de crecimiento, cuenta la misma historia. Y vea el de The Limited. Cuando los beneficios vacilaron a finales de los setenta, lo mismo ocurrió con las acciones. Cuando los beneficios volvieron a dispararse, lo mismo ocurrió con las acciones. Pero cuando el precio adelantó a los beneficios, como ocurrió en 1983 y de nuevo en 1987, el resultado fue un desastre a corto plazo. Lo mismo ocurrió con incontables acciones en la caída de la bolsa de octubre de 1987.

(Una forma rápida de saber si una acción está sobrevalorada es comparar la línea del precio con la de los beneficios. Si usted hubiera comprado alguna de las empresas de alto crecimiento que hemos visto —Shoney's, The Limited o Marriott— cuando el precio cayó muy por debajo de la línea de los beneficios, y las hubiera vendido cuando el precio subió muy por encima de aquella, lo más seguro es que le hubiera ido muy bien. [¡Sin duda hubiera funcionado en el caso de Avon!]. No estoy recomendando necesariamente esta práctica, pero se me ocurren estrategias peores).



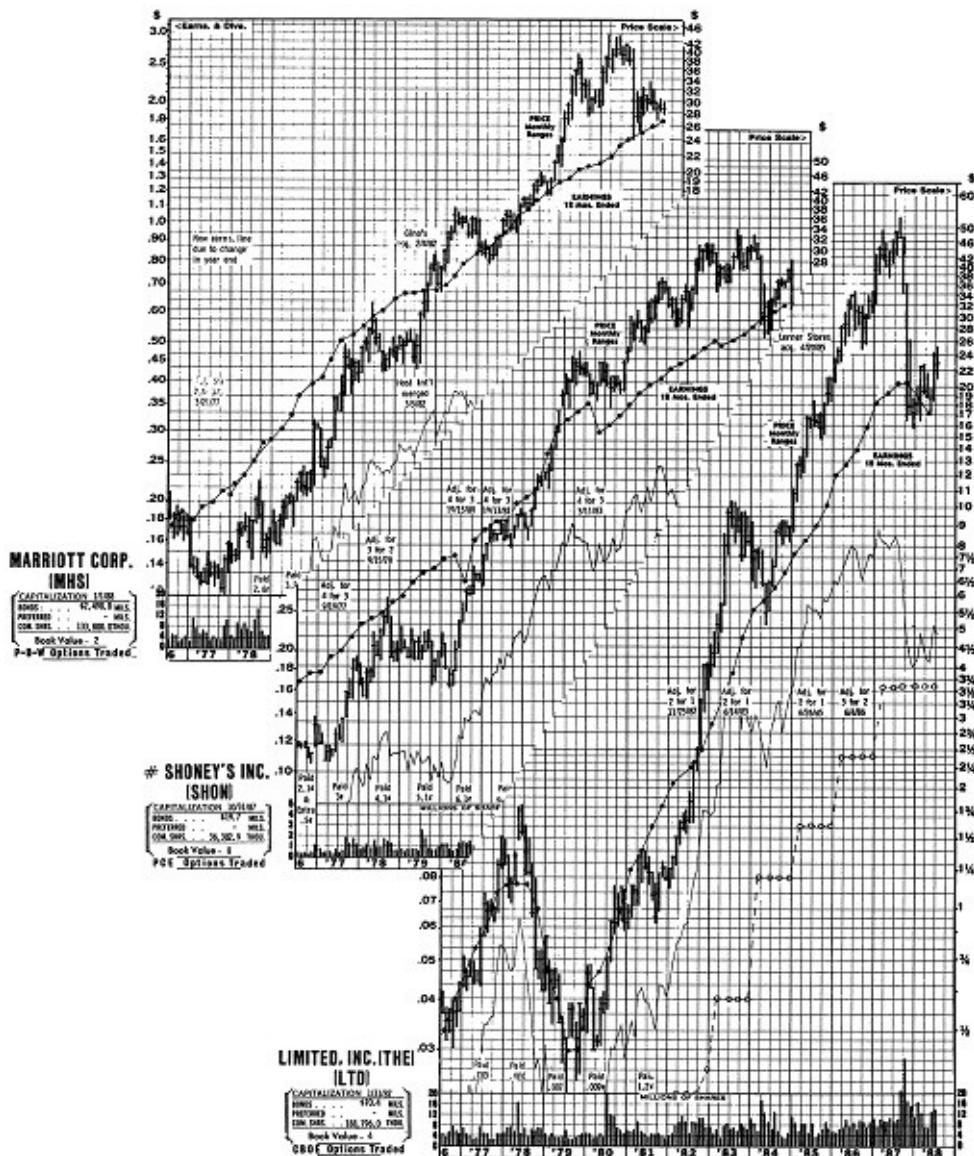
## La famosa ratio PER



Cualquier debate serio sobre los beneficios debe incluir la ratio PER, también conocida como la ratio p/e, el múltiplo precio-beneficios, o simplemente el múltiplo. Esta ratio es un atajo numérico para ver la relación entre el precio de una acción y los beneficios de la empresa. La ratio PER de cada acción se recoge en las tablas diarias de acciones de la mayoría de periódicos, tal como se muestra a continuación.

#### The Wall Street Journal martes 13 de septiembre de 1988 52 Semanas

Máximo	Mínimo	Valor	Div.	%	Ratio P-E	100s	Máximo	Mínimo	Cierre	Cambio Neto
43,25	21,625	K mart	1,32	3,8	10	4,696	35,125	34,50	35	+0,375



Al igual que la línea de los beneficios, la ratio precio-beneficio es muchas veces una referencia útil para saber si una acción está sobrevalorada, a precio o infravalorada en relación con el potencial de la empresa para generar dinero.

(En algunos casos la ratio precio-beneficio que aparece en el periódico puede ser anormalmente alta, a menudo porque la empresa ha amortizado alguna pérdida a largo plazo contra los beneficios actuales, «penalizando» de este modo dichos beneficios. Si la ratio precio-beneficio parece desproporcionada, pregúntele a su bróker si puede darle una explicación).

En el *Wall Street Journal* de hoy, por ejemplo, veo que Kmart tiene una ratio PER de 10 veces. Dicha cifra es el resultado de tomar el precio actual de la acción (35 dólares) y dividirlo por los beneficios de la empresa durante los doce meses o el año fiscal previo (en este caso, 3,5 dólares por acción). 35 dividido por 3,5 da un PER de 10 veces.

La ratio PER puede concebirse como el número de años que tardará la empresa en ganar la cantidad de dinero que usted invierte en ella, suponiendo, claro está, que los

beneficios de la empresa se mantengan constantes. Pongamos que usted compra 100 acciones de Kmart por 3500 dólares. Los beneficios actuales de la empresa son 3,50 dólares por acción, de modo que sus 100 acciones supondrán 350 dólares de beneficios en un año, y que la empresa tardará diez años para recuperar la inversión original de 3500 dólares. Sin embargo, usted no necesita realizar todo este ejercicio porque la ratio PER de diez ya le dice que son diez años.

Si usted compra acciones de una empresa que se vende a un precio de dos veces los beneficios (a un PER de 2 veces), recuperará su inversión inicial en dos años, pero si las compra en una empresa que se vende a 40 veces sus beneficios (a un PER de 40 veces) tardará 40 años en obtener el mismo resultado. Para entonces Cher será bisabuela. Con todas las oportunidades que hay por ahí a PER bajo, ¿por qué iba a querer alguien comprar acciones con un PER alto? Pues porque están buscando a Harrison Ford de carpintero. Los beneficios corporativos no se mantienen más constantes que los ingresos de las personas. El hecho de que algunas acciones tengan un PER de 40 veces y otros de 3 le informa de que los inversores están dispuestos a asumir riesgos importantes contando con un aumento futuro de los beneficios de ciertas empresas, mientras que son más escépticos respecto al futuro de otras. Consulte el periódico y se quedará sorprendido por la variedad de ratios PER que verá.

También descubrirá que las ratios PER tienden a ser bajas para los valores de bajo crecimiento y altas para los de alto crecimiento, mientras que las cíclicas se mantienen en algún punto intermedio. Es natural que sea así, de acuerdo con lo que se ha venido exponiendo hasta aquí. El PER medio para una compañía energética (entre 7 y 9 veces en nuestros tiempos) será más bajo que el PER medio de un valor sólido (entre 10 y 14 veces), y ese a su vez será más bajo que el PER medio de un valor de alto crecimiento (14-20 veces). Algunos cazadores de gangas creen en la estrategia de comprar cualquier acción con un PER bajo, pero es una estrategia que no tiene ningún sentido desde mi punto de vista. No hay que comparar manzanas con peras. Lo que es un PER de ganga en el caso de Dow Chemical no tiene por qué serlo en el caso de Wal-Mart.

## Más sobre el PER

Un examen completo de las ratios PER de los diferentes sectores y tipos de compañía exigiría todo un libro que nadie tendría ganas de leer. Es absurdo enredarse demasiado en el tema de los PER, pero tampoco se puede pasar por alto. Una vez más, su bróker será su mejor fuente en el análisis de las PER. Podría empezar por preguntarle si las ratios PER de los diversos valores de su cartera son bajas, altas o medias para los estándares del sector. En ocasiones escuchará cosas del tipo «esta empresa se vende con un descuento en relación con su sector», lo que significa que su PER está a nivel de ganga.

Un bróker también podrá darle la evolución histórica del PER de una empresa, información que puede encontrar igualmente en los informes de S&P, los cuales también estarán disponibles a través de su casa de bolsa. Antes de comprar una acción es bueno consultar la trayectoria de su ratio PER a lo largo de varios años, para hacerse una idea de cuáles son sus niveles normales. (Las empresas nuevas, por supuesto, no llevan suficiente tiempo funcionando para tener una trayectoria de este tipo).

Si usted compra Coca-Cola, por ejemplo, le resultará útil saber si lo que está pagando en relación con los beneficios está en consonancia con lo que han pagado otros en el pasado. Eso se lo dirá la ratio PER.

(El Value Line Investment Survey, disponible a través de la mayoría de bibliotecas grandes y también de la mayoría de brókers, es otra buena fuente de PER históricos. De hecho, el Value Line es una buena fuente para todos los datos relevantes para un inversor aficionado. Es la mejor alternativa a tener un analista de valores privado).

Si usted solo va a recordar una cosa sobre las ratios PER, recuerde que es preciso evitar los valores con un PER excesivamente elevado. De ese modo se evitará muchos dolores de cabeza y también mucho dinero. Con escasas excepciones, una ratio PER extremadamente alta es un problema para un valor, del mismo modo que un peso excesivo en la silla es un problema para un caballo de carreras.

Una empresa con un ratio PER elevado debe experimentar un crecimiento increíble en sus beneficios para justificar el elevado precio de las acciones. En 1972 McDonald's era una empresa tan estupenda como ha sido siempre, pero sus acciones se vendían a 75 dólares, lo que daba un PER de 50 veces. Era imposible que McDonald's pudiera estar a la altura de esas expectativas, y el precio de sus acciones cayó de 75 dólares a 25 dólares, lo que devolvió la PER a un nivel más realista de 13 veces. McDonald's no tenía ningún problema. Simplemente el precio de 75 dólares por acción en 1972 era excesivo.

Y si McDonald's estaba sobrevalorada, veamos lo que le ocurrió a la empresa de Ross Perot, Electronic Data Systems (EDS), un valor caliente a finales de la década de 1960. No daba crédito a mis ojos cuando leí un informe sobre la empresa: ¡tenía un PER de 500! Harían falta cinco siglos para recuperar la inversión en EDS si sus beneficios se mantenían constantes. Y no solo eso, sino que el analista que escribió el informe sugería que era un PER conservador, porque EDS debería tener un PER de 1000 veces.

Si alguien hubiera invertido en una empresa con un PER de 1000 veces cuando el rey Arturo deambulaba por Inglaterra, y sus beneficios se hubieran mantenido constantes, apenas hoy se acercaría a cubrir su inversión.

Desearía haber guardado este informe y enmarcarlo para tenerlo colgado en la pared de mi oficina, junto al que me mandó otra casa de bolsa donde podía leerse: «Por causa de su quiebra reciente, retiramos este valor de nuestra lista de compra».

A lo largo de los años siguientes, la empresa EDS tuvo un buen rendimiento. Los

beneficios y las ventas experimentaron un gran crecimiento y todo lo que ensayaba era un éxito resonante. El valor EDS es otra historia. El precio cayó de 40 dólares a 3 dólares en 1974, no porque algo fuera mal en su oficina central sino porque era el valor más sobrevalorado que he visto jamás. A menudo se oye hablar de empresas cuya rentabilidad futura está «descontada» en el precio actual. Si ese es el caso, los inversores de EDS estaban descontando el Más Allá. Volveremos sobre esta cuestión.

Cuando Avon Products se vendía a 140 dólares por acción, tenía una ratio PER extremadamente alta, de 64 veces, aunque ciertamente ni se acercaba a la de EDS. Lo importante aquí es que Avon era una empresa de gran tamaño. Es un milagro incluso para una empresa pequeña alcanzar un crecimiento suficiente para justificar un PER de 64 veces, pero para una empresa del tamaño de Avon, cuyas ventas en aquel momento superaban ya los mil millones, significaba que debía vender miles y miles de millones en lociones y productos cosméticos. De hecho, alguien calculó que para que Avon pudiera justificar un PER de 64 veces sus beneficios debían superar los del acero, los del petróleo y los del estado de California sumados. Eso en el mejor de los casos. Pero ¿cuántas lociones y botellas de colonia se pueden vender? De hecho, los beneficios de Avon no crecieron en absoluto. Decrecieron, y el precio de la acción pronto se precipitó hasta 18,62 dólares en 1974.

Lo mismo ocurrió con Polaroid. Se trataba de otra empresa estable, con 32 años de prosperidad detrás, pero que perdió el 89 por ciento de su valor en 18 meses. Sus acciones se vendían a 143 dólares en 1973 y cayeron hasta 14,12 dólares en 1974, para después rebotar a 60 dólares en 1978 y precipitarse nuevamente hasta 19 dólares en 1981. En su pico de 1973, el PER de Polaroid era de 50 veces. Si llegó hasta allí fue porque los inversores esperaban una gran expansión con el lanzamiento de la nueva cámara SX-70, pero el precio de la cámara y de la película eran excesivos, surgieron problemas de funcionamiento y la gente perdió interés en ella.

Una vez más, las expectativas eran tan poco realistas que incluso aunque la SX-70 hubiera sido un éxito, Polaroid tendría que haber vendido unas cuatro a cada familia norteamericana para ganar el dinero necesario para justificar un PER tan elevado. El éxito de la nueva cámara no le habría servido de mucho al valor. Tal como fueron las cosas, la cámara fue solo un éxito modesto, de modo que todo fueron malas noticias.

## El PER del mercado

El PER de una empresa no existe en el vacío. La bolsa en su conjunto tiene una ratio PER colectiva, la cual es un buen indicador de si el mercado está globalmente sobrevalorado o infravalorado. Sé que antes le he aconsejado que ignore el mercado, pero cuando uno encuentra unos cuantos valores que se venden a precios altos en relación con los beneficios, es probable que la mayoría se estén vendiendo a precios elevados en relación con los beneficios. Eso es lo que ocurrió antes de la gran caída

de 1973-1974, y de nuevo (aunque no tanto) antes de la gran caída de 1987.

Durante los cinco años que duró la última fase alcista del mercado, desde 1982 hasta 1987, uno podía ver cómo la ratio PER del mercado en conjunto iba subiendo gradualmente, de alrededor de 8 veces hasta 16 veces. Eso significaba que los inversores en 1987 estaban dispuestos a pagar el doble de lo que pagaban en 1982 por los mismos beneficios empresariales, lo cual debería haber hecho saltar la alarma de que la mayoría de acciones estaban sobrevaloradas.

Las tasas de interés tienen un efecto muy importante sobre las ratios PER dominantes, pues los inversores pagan más por las acciones cuando las tasas de interés son bajas y los bonos son menos atractivos. Pero dejando a un lado las tasas de interés, el increíble optimismo que generan los mercados alcistas puede empujar las ratios PER hasta niveles ridículos, como ocurrió en los casos de EDS, Avon y Polaroid. En aquel periodo, los valores de alto crecimiento ostentaban ratios PER propios del País de Nunca Jamás, los valores de bajo crecimiento ratios PER normalmente reservadas a los de alto crecimiento, y el PER del mercado como tal llegó a un máximo de 20 veces en 1971.

Cualquier analista de la ratio PER podría haber visto que todo aquello era una locura, y desearía que alguno de ellos me lo hubiera dicho. En 1973-1974 el mercado sufrió su corrección más brutal desde la década de 1930.

## Beneficios futuros

Los beneficios futuros, ahí está la clave. ¿Existe algún modo de predecirlos? Lo mejor que puede derivarse de los beneficios actuales es una conjetura educada acerca de si el precio de un valor es el que debería ser. Si usted se acostumbra a hacer esto, nunca comprará Polaroid o Avon a un PER de 40 veces, ni pagará un precio exorbitante por Bristol-Myers, Coca-Cola o McDonald's. Pero lo que usted sin duda querría es saber lo que va a ocurrir con los beneficios el próximo mes, el próximo año o la próxima década.

Después de todo, se supone que los beneficios crecen, y el precio de cualquier valor lleva implícita una presunción de crecimiento.

Auténticos batallones de analistas y estadísticos se enfrentan rutinariamente a las preguntas del crecimiento y los beneficios futuros, y usted mismo puede comprobar en cualquier revista financiera cuán a menudo dan la respuesta equivocada (la palabra que aparece con más frecuencia cerca de «beneficios» es «sorpresa»). No pretendo sugerir con ello que usted vaya a tener más suerte por su cuenta prediciendo los beneficios o su tasa de crecimiento.

Cuando uno se pone a examinar en serio la cuestión, queda perplejo ante los casos de valores que bajan aunque sus beneficios sean altos, pues los analistas profesionales y sus clientes institucionales esperaban que los beneficios fueran aún más altos, o los casos de valores que suben aunque sus beneficios sean bajos, pues el mismo sector de

la afición esperaba que los beneficios fueran aún más bajos. Todo eso son anomalías a corto plazo, aunque sin duda frustrantes para el accionista que se da cuenta de ellas.

Si no se pueden predecir los beneficios futuros, por lo menos sí se puede saber *cómo* tiene previsto incrementarlos una empresa. Sobre esa base se puede comprobar periódicamente si esos planes se están cumpliendo.

Una empresa tiene cinco formas básicas de incrementar sus beneficios<sup>[31]</sup>: reducir los costes; subir los precios; expandirse hacia nuevos mercados; vender más productos en los mismos mercados; y revitalizar, cerrar o deshacerse de otro modo de una operación no rentable. Estos son los factores que usted deberá investigar al desarrollar la historia. Si usted cuenta con alguna ventaja, aquí es donde le será de mayor ayuda.

## La rutina de los dos minutos

Llegados a este punto, usted ya sabe con qué tipo de empresa está tratando, si es de bajo crecimiento, estable, de alto crecimiento, recuperable, de activo oculto o cíclica. El PER de la compañía le ha dado una idea aproximada acerca de si la acción, a su cotización vigente, está infravalorada o sobrevalorada respecto a sus perspectivas inmediatas. El siguiente paso consiste en saber lo máximo posible acerca de lo que está haciendo la empresa para lograr la prosperidad renovada, el crecimiento extra o cualquier otro feliz acontecimiento que espere que ocurra. Todo esto es lo que se conoce como la «historia» de la empresa.

Con la posible excepción de los valores de activo oculto (con los cuales puede sentarse tranquilamente a esperar que los demás descubran el valor real de los bienes inmuebles, las reservas de petróleo o los canales de televisión), algo de tipo más bien dinámico debe ocurrir para que sigan entrando los beneficios. Cuanto más seguro esté usted de qué es ese algo, más capaz será de seguir el guion que le daré.

Los informes de los analistas que le puede proporcionar su bróker y los resúmenes de Value Line le dan una versión profesional de la historia, pero si usted cuenta con ventaja en relación con la compañía o con el sector que le interesa, podrá elaborar su propio guion con tanto detalle como sea necesario.

En mi caso, antes de comprar una acción me gusta poder hacer un monólogo de dos minutos acerca de los motivos por los que me interesa esa empresa, los acontecimientos que tienen que darse para que funcione bien y los problemas que acechan en el camino. Este monólogo de dos minutos se puede recitar en voz baja para uno mismo o exponérselo a un colega que ande por ahí. Cuando usted pueda explicar la historia de un determinado valor a su familia, sus amigos o a su perro (y no me refiero a algo del estilo «un tipo me ha dicho en el autobús que Caesars World va a ser absorbida»), y hasta un niño sea capaz de entender su discurso, habrá alcanzado una comprensión adecuada de la situación.

A continuación presento algunos de los puntos que debería incluir en el monólogo:

Si la empresa en la que está pensando es de bajo crecimiento, lo más probable es que esté interesado en sus dividendos (¿qué otro motivo puede tener para querer una acción de este tipo?). Por tanto, los puntos importantes del guion deberían ser: «Esta compañía ha aumentado sus beneficios cada año desde hace una década; ofrece una rentabilidad atractiva; nunca ha reducido los dividendos ni ha dejado de repartirlos, y de hecho los ha incrementado tanto en los buenos como en los malos tiempos, incluidas las tres últimas recesiones. Es una operadora de telefonía, y las nuevas operaciones en el sector móvil pueden dar un gran empujón a su tasa de crecimiento».

Si la empresa en la que está pensando es de tipo cíclico, el guion debería abordar cuestiones relacionadas con la situación del sector, los inventarios y los precios. «En los últimos tres años la industria automovilística ha sufrido una caída, pero este año se ha invertido la situación. Lo sé porque por primera vez en la historia reciente las ventas de coches están aumentando en todas partes. Me he enterado de que los nuevos modelos de General Motors se están vendiendo bien, y que en los últimos dieciocho meses la empresa ha cerrado cinco plantas ineficientes, ha reducido en un 20 por ciento los costes laborales y en breve los beneficios aumentarán con fuerza».

Si se trata de un activo oculto, hay que preguntarse en qué consisten los activos de la empresa y cuánto valen. «Las acciones cotizan a ocho dólares, pero la división de videocasetes por sí sola vale cuatro dólares la acción, y las propiedades inmobiliarias valen siete dólares. Solo esto ya es en sí una ganga, pero además estoy comprando el resto de la empresa por menos tres dólares. La gente de dentro de la empresa está comprando acciones, los beneficios se mantienen estables y no hay deuda de por medio».

Si se trata de una empresa en proceso de recuperación, cabe preguntarse si el cambio de rumbo ha sido para bien, y si el plan ha funcionado hasta el momento. «General Mills ha dado grandes pasos para corregir su *diempeoración*. Ha pasado de tener presencia en once grandes sectores a estar solo en dos. Con la venta de Eddie Bauer, Talbot's, Kenner y Parker Brothers, todas ellas excelentes compañías, ha sacado un buen dinero y ahora General Mills ha vuelto a lo que mejor sabe hacer: gestionar restaurantes y vender comida envasada. La compañía ha recomprado millones de sus acciones. Su filial de mariscos, Gorton's, ha incrementado su cuota de mercado desde el 7 al 25 por ciento. Está sacando yogures bajos en calorías, Bisquick sin colesterol, y *brownies* para microondas. Sus beneficios han aumentado drásticamente».

Si se trata de una empresa estable, los factores clave son el PER, averiguar si las acciones han experimentado una gran subida en los últimos meses y saber qué podría incrementar la tasa de crecimiento, si es que existe algo que pudiera hacerlo. En tal caso, usted podría recitar para sí mismo algo así como: «CocaCola cotiza en el extremo inferior del abanico de su PER. Sus acciones llevan dos años sin moverse. La empresa ha introducido mejoras en varios terrenos. Vendió en el mercado bursátil la mitad de su participación en Columbia Pictures. Las bebidas bajas en calorías han disparado su tasa de crecimiento. El año pasado los japoneses bebieron un 36 por ciento más de Coca-Cola que el anterior, y los españoles incrementaron su consumo un 26 por ciento. Es una tendencia extraordinaria. En general, las ventas en el extranjero son excelentes. A través de una oferta pública separada, Coca-Cola Enterprises, la empresa ha comprado muchos de los distribuidores regionales independientes. Ahora, la empresa controla mejor la distribución y las ventas nacionales. Por todo ello, Coca-Cola puede ir mejor de lo que la gente cree».

Si se trata de una compañía de alto crecimiento, hay que saber dónde y cómo

puede mantener este ritmo de expansión. «La Quinta es un modelo de cadena que nació en Texas. Allí era muy rentable. La empresa logró reproducir con buenos resultados su exitoso modelo en Arkansas y Louisiana. El año pasado añadió a su cartera un 20 por ciento más de moteles que el año anterior. Los beneficios han aumentado todos los meses. La empresa proyecta una rápida expansión de cara al futuro. No acumula demasiada deuda. El sector de los moteles crece despacio, pero La Quinta ha encontrado una especie de nicho. Tiene un largo camino por delante antes de saturar el mercado».

Estos son algunos de los elementos fundamentales que debe incluir la historia, pero puede ampliarlo con todos los detalles que quiera. Cuanto más sepa, mejor. En ocasiones, la redacción de un informe me lleva varias horas, aunque no siempre es necesario que sea así. Si me lo permite, le pondré dos ejemplos, un caso en el que hice las comprobaciones correctas y otro en el que me olvidé de preguntar algo. El primer caso fue La Quinta, una *15-bagger*, y el segundo fue Bildner, otra *15-bagger*, pero a la inversa.

### Mi investigación sobre la quinta

En un momento dado, llegué a la conclusión de que el sector de los moteles estaba a punto de iniciar un cambio de ciclo. Ya había invertido en United Inns, el mayor franquiciador de Holiday Inns, y mantenía los ojos abiertos por si aparecían otras oportunidades. En una conversación telefónica con el vicepresidente de United Inns le pregunté cuál era su competidor de más éxito.

Preguntar por la competencia es una de mis técnicas favoritas para descubrir valores prometedores. Los mandamases de una empresa hablan mal de la competencia el noventa y cinco por ciento de las veces, lo cual no significa mucho. Pero cuando un ejecutivo de una empresa reconoce que está impresionado por cómo funciona otra compañía, puedes apostar a que esta última está haciendo algo bien. No hay mejor señal que la malsana admiración de un rival.

«La Quinta Motor Inns —exclamó el vicepresidente de United Inns— hacen un trabajo formidable. En Dallas y en Houston nos están matando». Parecía estar impresionado, al igual que lo estaba yo.

Era la primera vez que oía hablar de La Quinta, pero tan pronto como colgué el teléfono con esta información tan alentadora, lo descolgué de nuevo para hablar con Walter Biegler en las oficinas centrales de La Quinta en San Antonio, para averiguar de qué iba todo aquello. El señor Biegler me comentó que tenía previsto ir a Boston dos días más tarde para dar una conferencia de negocios en Harvard, momento en el cual estaría encantado de explicármelo en persona.

Entre ese hombre de United Inns que me dejaba caer una pista, y el directivo de La Quinta que cinco minutos más tarde me dice que casualmente está a punto de viajar a Boston, parecía que todo era un montaje para tomarme el pelo y venderme

millones de acciones. Pero en cuanto empecé a escuchar la presentación de Biegler supe que no se trataba de un montaje, y que la mayor tomadura de pelo hubiera sido no comprar esas fantásticas acciones.

La idea era sencilla. La Quinta ofrecía habitaciones de la misma calidad que Holiday Inn, pero a menor precio. Las habitaciones eran del mismo tamaño que las del Holiday Inn, la firmeza de la cama era la misma (en el sector de los moteles hay consultores que manejan esta información), los baños eran igual de bonitos, la piscina también, pero las tarifas eran un 30 por ciento más baratas. ¿Cómo era posible? Eso era lo que yo quería saber, y Biegler siguió con su explicación.

La Quinta había prescindido de la zona para bodas, de las salas de conferencias, del gran vestíbulo de entrada, de la zona de cocina y del restaurante, es decir, todo el espacio que no aportaba nada a los beneficios pero que sí incrementaba notablemente los gastos. La idea de La Quinta era poner un Denny's, o cualquier otro establecimiento con servicio 24 horas, junto a cada uno de sus moteles. La Quinta ni siquiera tenía que ser propietaria de ese Denny's. De la comida podía ocuparse otro. Holiday Inn no destaca por su servicio de cocina, de modo que La Quinta no estaba renunciando a un argumento de venta importante. De este modo La Quinta evitaba de una tacada grandes inversiones de capital y algunos problemas importantes. Por lo visto, la mayoría de hoteles y moteles pierden dinero con sus restaurantes, los cuales concentran por lo demás el 95 por ciento de las quejas.

En todas las conversaciones trato de aprender algo nuevo. Hablando con el señor Biegler aprendí que por regla general un cliente paga por una noche de alojamiento el importe equivalente a una milésima parte del coste de la habitación. Por tanto, si el valor de una habitación del Hotel Plaza de Nueva York es de 400 000 dólares, probablemente usted pagará 400 dólares por día de hospedaje, y si el coste de construcción de las habitaciones de un motel de citas es de 20 000 dólares, posiblemente el precio por noche será de 20 dólares. La Quinta asumía unos costes de construcción un 30 por ciento inferiores a los de Holiday Inn, lo que me permitía comprender que el precio de sus habitaciones estuviera también un 30 por ciento por debajo y se obtuviera la misma rentabilidad que Holiday Inn.

¿Y dónde estaba el nicho? Eso también me interesaba. Ya había cientos de habitaciones disponibles en cada cruce de carreteras. Sin embargo, el señor Biegler me comentó que su empresa tenía un público objetivo concreto: el pequeño empresario a quien no le gustaban los moteles baratos, pero que si tenía que elegir optaría por pagar menos a cambio de las mismas comodidades que le ofrecía Holiday Inn. La Quinta ofrecía el mismo nivel de comodidad, y muchos de sus establecimientos estaban mejor ubicados para los viajes de trabajo.

Holiday Inn pretendía ofrecerlo todo a todo tipo de viajeros, y en consecuencia ubicaba sus establecimientos junto a los accesos de las principales autopistas de peaje. En cambio, La Quinta los construía cerca de los parques empresariales, las oficinas gubernamentales, los hospitales y los complejos industriales donde era más

probable que trabajaran sus clientes. Además, como sus clientes estaban en viaje de trabajo y no de vacaciones, la mayoría de ellos reservaban sus habitaciones con antelación, de modo que La Quinta tenía la ventaja de una demanda más estable y previsible.

Nadie más había capturado este segmento de mercado, a medio camino entre los hoteles Hilton, en el escalón superior, y los hostales baratos, en el inferior. Además, no había manera posible de que un nuevo competidor se colara en el negocio de La Quinta sin que Wall Street se percatara de ello. Esta es una de las razones por las que prefiero las acciones de hoteles y restaurantes a las del sector tecnológico: tan pronto como inviertes en una tecnología fabulosa de nueva creación, en otro laboratorio aparece otra aún mejor y más nueva; en cambio, los aspirantes a cadenas de hoteles y restaurantes tienen que dejarse ver en algún lado. Es simplemente imposible construir cien establecimientos de un día para otro y, por otro lado, los que se encuentran en otra región del país no te afectan de ningún modo.

¿Y qué me podía decir de los costes? Cuando una pequeña empresa de reciente creación emprende un proyecto caro como la construcción de hoteles puede verse obligada a acarrear con la deuda durante años. El señor Biegler también me tranquilizó respecto a este punto. Me dijo que La Quinta había rebajado costes proyectando moteles de 120 en lugar de 250, controlando el proceso de construcción desde dentro de la empresa y utilizando siempre el mismo proyecto arquitectónico. Además, un motel de 120 habitaciones podía ser gestionado por una pareja de jubilados que vivieran en el propio establecimiento, lo cual suponía un ahorro en gastos fijos. Y lo más increíble era que La Quinta había cerrado acuerdos en términos muy favorables con importantes compañías aseguradoras para que se encargaran de la financiación, a cambio de una pequeña parte de los beneficios.

Las aseguradoras se habían convertido en compañeras de la buena o mala fortuna de La Quinta, y por tanto no era probable que, en caso de tener que afrontar dificultades económicas, las compañías de seguros plantearan exigencias que supusieran la quiebra de La Quinta. De hecho, lo que permitió el crecimiento rápido de La Quinta sin recurrir a la temida deuda bancaria, en un sector que exige grandes sumas de capital, fue precisamente la posibilidad de disponer del dinero de las aseguradoras (ver el capítulo 13).

Enseguida tuve la certeza de que Biegler y sus empleados habían pensado en todo. La Quinta era una gran historia, no un cuento de esos de lo que podría ser, lo que debería ser o lo que seguro que iba a ser algún día. Si una empresa no funciona hoy, no inviertas en ella.

Cuando Biegler entró en mi oficina, La Quinta ya llevaba cuatro o cinco años en marcha. El establecimiento original de La Quinta había sido reproducido repetidas veces en distintas localizaciones. La empresa crecía a un asombroso ritmo del 50 por ciento anual, y las acciones cotizaban a diez veces sus beneficios, lo que era una verdadera ganga. Yo sabía cuántos establecimientos nuevos pretendía abrir la

empresa, así que en adelante podría seguir la pista de su crecimiento.

Para colmo, estuve encantado de saber que en 1978 solo había tres agencias de bolsa que cubrían La Quinta, y que menos del 20 por ciento del accionariado estaba en manos de inversores institucionales. Lo único malo que tenía La Quinta era que no resultaba todo lo aburrida que yo hubiese deseado.

Tras esta conversación pasé tres noches en otros tantos moteles de La Quinta, aprovechando que viajaba por carretera para entrevistarme con otras empresas. Me dediqué a saltar sobre las camas, metí el dedo del pie en la parte menos profunda de sus piscinas (nunca aprendí a nadar), tiré de las cortinas, apretujé las toallas y llegué a la conclusión de que La Quinta era como Holiday Inn. En la historia de La Quinta todos los detalles encajaban, pero aun así estuve a punto de no comprar sus acciones. Que estas hubieran duplicado su precio durante el último año no era un inconveniente, pues su PER relativo a su tasa de crecimiento seguía siendo una ganga. Lo que me echaba atrás era que uno de los altos responsables de la empresa había vendido sus acciones a la mitad del precio que aparecía en los periódicos. (Más tarde supe que simplemente se trataba de un miembro de la familia fundadora de La Quinta que estaba diversificando su cartera de inversiones).

Por fortuna me acordé de que la venta de acciones por parte de los miembros de una empresa es una pésima razón para rechazar un valor, así que compré todas las acciones de La Quinta que pude para el fondo de Magellan. Mi inversión multiplicó por once su valor en un periodo de diez años antes de que cambiara la tendencia por la crisis de los estados productores de energía. Últimamente, La Quinta se ha convertido en una interesantísima combinación de empresa de activo oculto y recuperable.

### **El lamentable caso Bildner's**

El error que no cometí con La Quinta lo cometí con J. Bildner and Sons. Mi inversión en Bildner's es un perfecto ejemplo de lo que ocurre cuando la euforia por una empresa hace que lo preguntes todo excepto lo más importante, aquello que al final hace que se vaya todo al traste.

Bildner's es una tienda de *delicatessen* que está justo enfrente de mi oficina en Devonshire, Boston. También había un establecimiento Bildner's en el pueblo donde vivo, aunque lo cerraron. Entre otras cosas, Bildner's vende bocadillos *gourmet* y comidas calientes preparadas, siendo una especie de feliz equilibrio entre un colmado y un restaurante de tres estrellas. Estoy muy bien informado sobre sus bocadillos, ya que durante años han sido mi comida de mediodía. Esta era mi ventaja con Bildner's: sabía de primera mano que tenían el mejor pan y los mejores bocadillos de Boston.

La historia era que Bildner's tenía previsto expandirse a otras ciudades e iba a salir a bolsa para capitalizarse. A mí me sonaba bien. La empresa había sabido encontrar un nicho perfecto: los millones de oficinistas que no soportaban los

bocadillos para microondas envueltos en plástico pero que tampoco querían cocinar.

Por otro lado, los platos para llevar de Bildner's eran la salvación para las parejas trabajadoras que estaban demasiado cansadas para montar el robot de cocina, pero que para la cena querían servir algo que pareciera salido del robot. Antes de dirigirse a su casa en las afueras podían parar en un Bildner's y comprar la misma comida de diseño que ellos mismos podrían haber preparado, si es que seguían cocinando: algún plato con judías verdes, salsa bearnesa y/o almendras.

Toda mi investigación se redujo a cruzar la calle y merodear por la tienda. Se trataba de uno de los locales originales de Bildner's: era limpio, eficiente y satisfacía plenamente a sus clientes, los típicos *yuppies* asiduos al 7-Eleven. También descubrí que era una fabulosa máquina de hacer dinero. Era comprensible, pues, que me entusiasmara al saber que Bildner's tenía previsto emitir acciones y abrir nuevos establecimientos con el dinero captado.

Por el prospecto de la oferta pública de acciones supe que la empresa no iba a cargarse con una deuda bancaria excesiva. Esto era otro punto positivo. En lugar de comprar los inmuebles para sus nuevas tiendas, los alquilaría. Otra ventaja. En septiembre de 1986, sin hacer más investigaciones, compré acciones de Bildner's a trece dólares, el precio de salida de la oferta.

Poco después de esta venta de títulos Bildner's abrió un par de nuevos establecimientos en dos grandes almacenes de Boston, y resultaron ser un fracaso. Más tarde, pusieron en marcha otras tres tiendas en el centro de Manhattan, pero fueron aniquiladas por los «*delis*». La empresa se expandió a otras ciudades más alejadas, entre ellas Atlanta. En poco tiempo se había gastado más dinero del que había captado con la salida a bolsa y su endeudamiento comenzaba a ser excesivo. Quizá la compañía no hubiera salido tan perjudicada en caso de haber repartido sus errores en el tiempo, pero en lugar de operar con prudencia Bildner's asumió de forma simultánea numerosos retos que terminaron en fracaso. Sin duda alguna Bildner's aprendió de estos errores, y Jim Bildner era un hombre brillante, trabajador y entregado, pero cuando se acabó el dinero no hubo una segunda oportunidad. Es una lástima, porque llegué a creer que Bildner's podría ser el siguiente Taco Bell. (¿Realmente he dicho el «siguiente Taco Bell»? Probablemente eso fue lo que la condenó desde el principio).

Las acciones cayeron hasta un mínimo de 0,125 dólares, y la dirección de la compañía decidió quedarse únicamente con sus tiendas originales, incluida la que estaba al otro lado de la calle. A partir de entonces, en el mejor de los escenarios el objetivo de Bildner's era evitar la quiebra, aunque recientemente ha comprado The Chapter. Yo opté por salir de forma gradual de la inversión, asumiendo unas pérdidas que iban del 50 al 95 por ciento.

Sigo comiendo los bocadillos de Bildner's, y con cada bocado me acuerdo de lo que hice mal. No esperé a saber si una buena idea de mi barrio podía funcionar en otros sitios. La clonación exitosa es lo que convierte una empresa local de tacos en un

Taco Bell, o una tienda local de ropa en The Limited, pero no tiene sentido comprar acciones antes de que la empresa haya demostrado que tal clonación funciona.

Si el negocio prototipo está en Texas, lo inteligente es que antes de comprar esperemos a que la empresa demuestre que es capaz de ganar dinero en Illinois o en Maine. Esta es la cuestión que pasé por alto en Bildner's: ¿funcionará esta idea en otro sitio? Debería haberme preocupado más por la falta de responsables cualificados para las tiendas, por sus limitados recursos financieros y por su escasa capacidad de supervivencia a los errores iniciales.

Nunca es demasiado tarde para invertir en una empresa que no se ha puesto a prueba debidamente. En mi caso, si hubiera esperado antes de comprar las acciones de Bildner's, hubiera terminado por no comprarlas. También debería haber vendido antes. Con el fracaso de los primeros establecimientos en los centros comerciales y en Nueva York estaba claro que Bildner's tenía un problema, y el momento de retirarse era entonces, antes de que la situación empeorara. Me debí quedar dormido sobre la mesa.

En todo caso, los bocadillos, excelentes.

## Conseguir los datos

Aunque trabajar como gestor de fondos conlleva algunos inconvenientes, tiene también la ventaja de que las empresas quieren hablar con uno: incluso, si lo deseamos, varias veces por semana. Es increíble lo popular que se siente uno cuando hay suficiente gente interesada en que compres un millón de acciones de su empresa. Yo viajo de costa a costa visitando una oportunidad tras otra. Los presidentes, los vicepresidentes y los analistas de las empresas me ponen al corriente de sus gastos de capital, planes de expansión, programas de recortes de gastos, y de cualquier otro tema que afecte a los resultados finales. Los colegas que gestionan otras carteras me hacen llegar la información que han obtenido ellos. Y cuando yo no puedo desplazarme a visitar una compañía, es ella la que me visita a mí.

Sin embargo, no se me ocurre ninguna información útil que no esté al alcance de un inversor aficionado. Todos los datos relevantes están a la espera de que alguien los recoja. Antes no era así, pero ahora la realidad es esta. En la actualidad, las empresas están obligadas a informar de casi todo en sus prospectos y en sus informes trimestrales y anuales. Las distintas asociaciones comerciales emiten informes sobre la situación general de su sector. (A las empresas también les gusta enviarte sus *newsletters*. A veces se puede encontrar información útil entre todos sus titulares).

Soy consciente de que los rumores despiertan más entusiasmo que la información pública, y por ello un fragmento de conversación cazado al vuelo en un restaurante —«En Goodyear hay movimiento»— tiene más impacto que los informes de la propia compañía. Son las viejas reglas del oráculo: cuanto más misteriosa sea la fuente más en serio se tomará la recomendación. Los inversores se pasan la vida tratando de escuchar lo que pasa al otro lado del tabique, cuando toda la información está sobre el papel. Quizá, si los informes anuales y trimestrales llevaran estampada la palabra «confidencial» o fueran enviados envueltos en papel marrón sus destinatarios los hojearían un poco.

Cualquier información que usted no encuentre en los informes anuales puede obtenerla a través de su bróker, o bien con una llamada a la empresa, una visita o un poco de investigación de base, lo que se conoce también como probar el producto.

## Cómo sacar el máximo provecho de un bróker

Si usted compra y vende sus acciones a través de una casa de bolsa de servicio integral, probablemente esté pagando treinta centavos en comisiones por cada acción. No es mucho, pero debería servir de algo más que para recibir una postal navideña y las últimas sugerencias de la casa. Recuerde que un bróker invierte unos cuatro

segundos en llenar una orden de compra o venta, y otros quince segundos en llevarla a la mesa de operaciones. En ocasiones este trabajo lo realiza un recadero o un mensajero.

¿Por qué la misma persona a quien no se le pasaría por la cabeza llenar el depósito en una gasolinera de servicio integral sin solicitar una revisión del nivel de aceite o un lavado de cristales no le pide nada a los servicios integrales de su casa de bolsa? Bueno, en realidad tal vez llame una o dos veces por semana a su bróker para preguntar: «¿Cómo van mis acciones?», o bien «¿qué tal está el mercado?». Pero averiguar el valor de una cartera en un determinado momento no se puede considerar trabajo de investigación. Soy consciente de que un bróker también puede ejercer un rol paternal, de pronosticador de la evolución del mercado y, cuando los precios se mueven en sentido desfavorable, también puede ser un referente humano tranquilizador. Pero en realidad, nada de todo esto le ayuda a usted a seleccionar las mejores empresas.

Ya en el siglo XIX, el poeta Shelley encontró unos cuantos corredores de bolsa (al menos uno) con ganas de echar una mano a sus clientes. «¿No es curioso que la única persona generosa que jamás he conocido, y que tenía dinero para serlo además, fuera un corredor de bolsa?». Quizá los brókers de hoy en día sean menos propensos a realizar grandes donaciones no solicitadas a sus clientes, pero como recolectores de información pueden ser el mejor aliado para seleccionar acciones. Pueden proporcionarle los informes de S&P, las *newsletters*, los informes anuales y trimestrales, los prospectos, y las declaraciones informativas de las empresas, así como los análisis de Value Line y los de los analistas internos de la agencia. Dejemos que sean ellos quienes recojan la información sobre los PER y las tasas de crecimiento, sobre la compra de acciones por parte de los miembros de las empresas, sobre la participación institucional en las compañías. Cuando se den cuenta de que usted es serio estarán encantados de hacer todo esto.

Si usted utiliza a su bróker como asesor (una práctica temeraria por regla general, pero que a veces resulta útil), pídale la presentación de dos minutos sobre las acciones que le recomienda. Probablemente tendrá que plantearle algunos de los interrogantes que he mencionado antes, de tal modo que una conversación que actualmente es así:

—BRÓKER: Estamos recomendando Zayre. Es un caso especial.

—USTED: ¿De verdad creéis que está bien?

—BRÓKER: Sí, estamos convencidos de ello.

—USTED: Bien. Compro.

Se transformaría en algo así:

—BRÓKER: Estamos recomendando La Quinta Motor Inns. Acaba de entrar en nuestra

lista de compra.

—USTED: ¿Cómo clasificaría este valor? ¿Cíclico, de bajo crecimiento, de alto crecimiento, o cómo?

—BRÓKER: De alto crecimiento, sin duda.

—USTED: ¿De qué crecimiento estamos hablando? ¿Cuánto se han incrementado sus beneficios últimamente?

—BRÓKER: A bote pronto no lo sé. Pero puedo consultarlo.

—USTED: Se lo agradecería. Y ya puesto, ¿me podría facilitar el PER relativo a sus niveles históricos?

—BRÓKER: Por supuesto.

—USTED: ¿Qué es lo que hace que este sea un buen momento para comprar La Quinta? ¿Dónde se encuentra su mercado? ¿Están dando beneficios los establecimientos existentes de La Quinta? ¿En qué se basa su expansión? ¿Cómo está su deuda? ¿Qué hará para crecer sin poner en venta un montón de acciones nuevas y diluir las ganancias? ¿Se están comprando acciones desde dentro de la compañía?

—BRÓKER: Creo que muchas de estas cuestiones estarán recogidas en el informe de nuestros analistas.

—USTED: Envíeme una copia. Lo leeré y se lo devolveré. Mientras tanto, también desearía tener un gráfico con el precio de las acciones y los beneficios durante los últimos cinco años. También quiero información sobre los dividendos, si es que los hay, y si siempre se han repartido. Cuando esté en ello, averigüe qué porcentaje de las acciones está en manos de inversores institucionales. Por otro lado, ¿cuánto tiempo hace que los analistas de su empresa cubren esta acción?

—BRÓKER: ¿Eso es todo?

—USTED: Se lo diré después de leer el informe. Después quizás llame a la empresa...

—BRÓKER: No se demore mucho. Ahora es un momento fabuloso para comprar.

—USTED: ¿Ahora? ¿En octubre? Ya sabe lo que dice Mark Twain: «Octubre es uno de los meses particularmente peligrosos para especular con acciones. Los otros son julio, enero, septiembre, abril, noviembre, mayo, marzo, junio, diciembre, agosto y febrero».

## Llamar a la empresa

Los profesionales llaman continuamente a las empresas, y sin embargo a los inversores aficionados nunca se les ocurre hacerlo. Si tiene preguntas concretas que hacer, un buen sitio para obtener las respuestas es el departamento de relaciones con los inversores. Esta es otra de las cosas que puede hacer su bróker: proporcionarle el número de teléfono. Muchas empresas agradecerán la oportunidad de intercambiar puntos de vista con un accionista de Topeka con cien acciones en cartera. Y si es una empresa pequeña, quizás de repente se encuentre hablando con el presidente.

En el caso improbable de que el departamento de relaciones con los inversores le ningunee, puede decirles que tienes 20 000 acciones y que está estudiando la posibilidad de doblar su participación. Después mencione por casualidad que sus acciones están a nombre del operador. Esto debería servir para que la maquinaria se pusiera en marcha. De hecho, no estoy recomendando que se actúe de esta manera, pero a mucha gente se le pasará por la cabeza recurrir a ciertas mentirijillas, y las probabilidades de que le pillen son nulas. La empresa tiene que dar por bueno que usted posee 20 000 acciones, ya que las casas de bolsa agrupan todos estos valores en un paquete indiferenciado.

Es recomendable que antes de llamar a la compañía tenga preparadas las preguntas, y por otro lado no sería lo suyo arrancar preguntando: «¿Por qué bajan las acciones?». Preguntar por qué cae el precio de las acciones en seguida le pone la etiqueta de neófito y de alguien que no merece una respuesta seria. En la mayoría de los casos, la empresa no tiene ni idea de por qué bajan sus acciones.

Un buen tema del que hablar son los beneficios, pero por alguna razón no está bien visto preguntarle a una empresa: «¿Cuánto van a ganar?». De igual modo que tampoco está bien visto que un desconocido le pregunte por su salario anual. La forma aceptada de plantear la pregunta es sutil e indirecta: «¿Qué previsiones de beneficios tiene Wall Street para su empresa en el próximo año?».

Como bien sabe a estas alturas, resulta difícil predecir los beneficios futuros. Incluso las previsiones de los analistas varían mucho entre sí, y ni las propias compañías saben con certeza cuánto van a ganar. En Procter and Gamble tienen cierta idea de ello, ya que fabrican 82 productos diferentes con 100 marcas distintas y los venden en 107 países, de modo que todo tiende a equilibrarse. Sin embargo, en Reynolds Metals probablemente no le podrán responder, ya que los beneficios dependerán del precio del aluminio. Si usted pregunta en *Phelps Dodge* cuánto van a ganar el próximo año, le responderán preguntándole a usted a qué precio se venderá el cobre.

Lo que usted necesita en realidad del departamento de relaciones con los inversores es comprobar cómo responde la empresa al guion que usted ha estado tratando de elaborar para ella. ¿Tiene sentido? ¿Está funcionando? Si desea saber si el medicamento denominado «Tagamet» tendrá una incidencia significativa en los números de SmithKline, la empresa se lo puede decir, y además le podrá dar los últimos datos de ventas de Tagamet.

¿Es cierto que los pedidos de neumáticos Goodyear se sirven con dos meses de retraso y que los precios de este producto han subido, tal como usted ha deducido a partir de lo que ha visto a su alrededor? ¿Cuántos locales Taco Bell nuevos se están construyendo este año? ¿Qué cuota de mercado ha ganado Budweiser? ¿Funcionan a pleno rendimiento las plantas de Bethlehem Steel? ¿Qué estimación hace la empresa del valor de mercado de sus propiedades en el sector de la televisión por cable? Si su guion está bien definido sabrá qué temas tiene que comprobar.

Es recomendable que al empezar a preguntar quede patente que ya ha investigado por su cuenta, diciendo por ejemplo: «Según el informe anual, ustedes han reducido la deuda en 500 millones de dólares. ¿Qué planes tienen para seguir rebajándola?». De esta manera obtendrá una respuesta más seria que si pregunta: «Oiga, ¿qué hacen con la deuda?».

Aunque no haya preparado ningún guion, puede obtener algo de información con dos preguntas generales del siguiente tipo: «¿Cuáles han sido los puntos positivos de este año?», y «¿cuáles han sido los negativos?». Quizá le hablen de la planta de Georgia que el año pasado perdió diez millones de dólares y que acaban de cerrar, o de la división improductiva que está en venta para obtener liquidez. Quizá ha aparecido un nuevo producto que ha incrementado la tasa de crecimiento. En 1987 los responsables de relaciones con los inversores de Sterling Drug podrían haberle informado acerca de si las últimas valoraciones médicas de la aspirina habían aumentado las ventas.

Entre los puntos negativos, se enterará de que se han incrementado los costes laborales, de que ha caído la demanda del producto más importante, de que ha entrado un nuevo competidor en el sector o de que el incremento (o caída) del precio del dólar reducirá los beneficios. Si su interlocutor es un fabricante de ropa, quizás descubra que la línea de este año no se vende y que se están acumulando los stocks.

Al final, puede hacer un resumen de la conversación: tres puntos negativos y cuatro positivos. En la mayoría de los casos lo que escuche le servirá para confirmar sospechas previas, sobre todo si ya conoce el sector. Pero de vez en cuando descubrirá cosas que no esperaba, es decir, que la situación es mejor o peor de lo que parecía. La información inesperada puede ser muy valiosa cuando uno se dedica a la compraventa de acciones.

Cuando realizo mis investigaciones recibo informaciones fuera de lo común en aproximadamente una de cada diez llamadas. Si llamo a empresas en crisis, en nueve ocasiones la información me servirá para confirmar que la empresa ciertamente está mal, pero en la décima conversación daré con un nuevo motivo de optimismo mayoritariamente desconocido. El ratio es él mismo, pero a la inversa, en las compañías que supuestamente están en un gran momento. Si hago cien llamadas, me encuentro con diez informaciones sorprendentes, y si hago mil llamadas, con cien.

No se preocupe. Si no tiene acciones de mil empresas distintas no tendrá que llamar mil veces.

### ¿Me lo creo?

La mayoría de las empresas responden con honestidad y claridad en sus conversaciones con los inversores. Saben que más pronto que tarde la verdad saldrá a relucir en el próximo informe trimestral, de modo que no ganan nada ocultando datos, tal como en ocasiones hacen en Washington. En todos estos años que llevo escuchado

la parte de la historia que me cuentan los representantes empresariales —por muy mal que se hubiera puesto el negocio— solo recuerdo unos cuantos casos en los que fui engañado deliberadamente.

Por tanto, cuando conversamos con los responsables de las relaciones con los inversores, podemos estar completamente seguros de que los datos que nos transmiten son ciertos. Sin embargo, los adjetivos utilizados varían mucho de un caso a otro. Cada tipo de empresa tiene su forma particular de describir la misma situación.

Fijémonos en las textiles. Las empresas textiles existen desde el siglo XIX. JP Stevens empezó a funcionar en 1899, West Point-Pepperell en 1866; vienen a ser los equivalentes empresariales de las «Hijas de la Revolución Americana». Cuando uno ha visto seis guerras, diez *booms*, quince caídas y treinta recesiones es normal que las novedades no le afecten demasiado. Por otro lado, poseen la fortaleza suficiente para admitir rápidamente cualquier adversidad.

Los responsables de relaciones con los inversores del sector textil han heredado tantas actitudes de la vieja guardia que consiguen sonar poco entusiastas cuando el negocio va de maravilla, y absolutamente abatidos cuando las cosas van razonablemente bien. Y si el negocio va mal, uno pensaría por el tono de la conversación que los directivos se están ahorcando con sábanas de percal desde las ventanas de sus oficinas.

Supongamos que usted llama a una empresa para preguntar por el negocio del estambre de lana. «Mediocre», responden. Después preguntamos por las camisetas de mezcla de poliéster, y la respuesta es: «No muy bien». «¿Qué tal los tejanos?», continuamos. «Ah, sí, mejor». Sin embargo, cuando nos proporcionan los números reales vemos que la empresa va fabulosamente bien.

Así funcionan las empresas textiles, y los sectores maduros en general. **Mirando el mismo cielo, la gente de sectores maduros ve nubes donde la gente de sectores inmaduros solo ve azul.**

Tomemos el caso de una empresa de ropa, las que producen artículos textiles finales. Estas compañías tienen una existencia precaria y de hecho desaparecen constantemente del hábitat financiero. Son tantas las veces que se han declarado en concurso de acreedores que uno podría pensar que se trata de una enmienda constitucional. Sin embargo, nunca escucharemos a un responsable de una empresa de ropa pronunciar la palabra «mediocre», ni siquiera cuando las ventas son un desastre. Lo peor que escucharemos de estas empresas cuando la peste negra azota sus comercios es que las cosas van «bien en líneas generales». Y cuando las cosas vayan bien en líneas generales, lo que escucharemos es que la situación es «fantástica», «increíble», «fabulosa» y «de otro mundo».

En el sector de la tecnología y del *software* la gente expresa el mismo optimismo exagerado. Casi podemos dar por hecho que cuanto más frágil sea la empresa, más optimista será su discurso. A juzgar por lo que me cuentan las empresas de *software*,

parece que nunca haya habido un año malo en la historia del sector. Y en realidad, ¿por qué no deberían ser optimistas? Con la cantidad de competidores que hay en el mundo del *software*, su discurso tiene que sonar optimista. Si transmiten falta de confianza pronto aparecerá algún pico de oro que se llevará todos los contratos.

Pero no hay motivo alguno para que los inversores pierdan su tiempo descifrando el vocabulario empresarial. Lo más fácil es ignorar todos los adjetivos.

## Las visitas a las oficinas

Una de las mayores satisfacciones que proporciona el hecho de ser accionista es poder visitar las sedes centrales de las compañías que tienes en cartera. Si la empresa está en nuestro barrio, conseguir una cita es pan comido. Además, las empresas están encantadas de ofrecer visitas guiadas a los propietarios de 20 000 acciones. Si por el contrario la compañía está en la otra punta del país, quizás podamos colarnos para hacer una visita durante las vacaciones. «Caramba, niños, a solo cien kilómetros de aquí está la oficina central de Pacific Gas and Electric. ¿Os parece bien si voy a echar un vistazo al balance de situación mientras vosotros os estiráis en el césped del aparcamiento de visitantes?». Vale, vale. Retiro la propuesta.

Al visitar las oficinas centrales de las empresas lo que realmente busco es quedarme con una sensación del lugar. Los datos y las estadísticas se pueden conseguir por teléfono. En Taco Bell me llevé una buena impresión al ver que la sede de la compañía estaba justo detrás de una bolera. Me encantó ver a todos esos ejecutivos trabajando en ese bunker pequeño y oscuro. Obviamente, no se gastaban el dinero en ajardinar el edificio.

(Por cierto, lo primero que pregunto es cuándo fue la última vez que recibieron la visita de un gestor de fondos o un analista. Si me responden «creo que hace dos años», entonces entro en éxtasis. Este fue el caso de Meridian Bank: veintidós años incrementando los beneficios, una magnífica trayectoria de dividendos en aumento, y ya no se acordaban del aspecto que tenía un analista).

Salga a visitar oficinas con la esperanza de encontrarlas, si no detrás de una bolera, por lo menos sí en algún barrio de mala muerte donde los analistas financieros preferirían no ser vistos. El becario en prácticas que envié a visitar Pep Boys: Manny, Moe, and Jack me dijo que el taxista de Filadelfia se negaba a llevarlo hasta allí. Esa fue una de las cosas que más me llamaron la atención de ese sitio.

En Crown, Cork, and Seal vi que el despacho del presidente tenía vistas a la cadena de producción, el suelo era de linóleo gastado y el mobiliario de la oficina estaba más usado que las cosas en las que me sentaba en el Ejército. Por fin una empresa que ordena bien sus prioridades. ¿Y sabe qué pasó con sus acciones? Su precio se ha multiplicado por 280 en los últimos treinta años. Unos beneficios opulentos y unas oficinas baratas constituyen una excelente combinación.

Desde este punto de vista, ¿qué le parecen las oficinas de Uniroyal, situadas en lo

alto de una colina como las escuelas de secundaria para gente bien? Eso me dio mala espina, y en efecto la empresa rodó colina abajo. Había otros malos augurios, como un exquisito mobiliario antiguo, cortinas de *trompe l'oeil* y paredes de nogal pulido. Lo he visto en muchas oficinas: cuando los árboles de caucho entran en los despachos, es el momento de preocuparse por los beneficios.

### **Las reuniones con los responsables de las relaciones con los inversores**

Las visitas a las oficinas también le ofrece la oportunidad de reunirse con uno o varios de los directivos de la empresa. Otra forma de entrar en contacto con ellos es asistiendo a las reuniones anuales, no tanto por los actos formales como por las reuniones informales. Todo dependerá de los esfuerzos que queramos dedicar al asunto, pero las reuniones anuales pueden ser la mejor ocasión para forjar contactos útiles.

No siempre se da el caso, pero de vez en cuando las sensaciones que me transmiten los directivos moldean mis impresiones sobre las perspectivas de la compañía. Cuando visité Tandon, una empresa que en un principio había descartado por pertenecer a un sector de moda como los disquetes, tuve un interesante encuentro con el responsable de relaciones con los inversores. Era una persona educada, con presencia impecable y buena conversación, como tantos otros que trabajan en este tipo de departamentos. Sin embargo, cuando lo busqué en la declaración informativa para los accionistas (entre otras cosas, dicha declaración indica el número de acciones que poseen los directivos de la empresa y cuánto han pagado por ellas) descubrí que entre opciones sobre acciones y acciones, aquel hombre, que no llevaba mucho tiempo en la empresa, sumaba un patrimonio de unos veinte millones de dólares.

De algún modo, parecía demasiado bueno para ser verdad que una persona corriente como aquella hubiera acumulado tal patrimonio gracias a Tandon. En ese momento las acciones ya habían multiplicado su valor por ocho, en plena escalada eufórica de su PER. Lo pensé un momento y me di cuenta de que si Tandon duplicaba de nuevo su valor, la fortuna del responsable de relaciones con el inversor ascendería a cuarenta millones de dólares. Para que yo pudiera ganar dinero con aquel valor él debía duplicar su riqueza, y ya entonces era mucho más rico de lo que yo hubiera esperado. La situación en su conjunto era irreal. Hubo otras razones por las que decidí no invertir, pero esta reunión fue el detonante. Posteriormente, las acciones cayeron de 35,25 dólares a 1,37 dólares, ajustado a particiones.

Tuve idénticas reservas con el fundador y primer accionista de Televideo, a quien había conocido en un almuerzo de grupo en Boston. En ese momento tenía cien millones de dólares en acciones de una empresa con un PER elevado y que operaba en un sector tan competitivo como es el de los periféricos informáticos. Pensé para mí mismo: si yo gano dinero con Televideo, este hombre tendrá una fortuna de doscientos millones de dólares. Tampoco me pareció realista. Decidí no invertir, y las

acciones pasaron de valer 40,5 dólares en 1983 a 1 dólar en 1987.

No podría demostrarlo científicamente, pero si le cuesta imaginar que el directivo de una empresa pueda llegar a hacerse tan rico, lo más probable es que tenga razón.

## Probar el producto

Desde la época en que Carolyn descubrió L'eggs en el supermercado y yo descubrí Taco Bell con sus burritos, siempre me ha parecido que pasear por las tiendas y probar los productos es una estrategia fundamental para la inversión. Esto no evita la necesidad de preguntar sobre los aspectos clave, como demuestra el caso de Bildner's. Sin embargo, al desarrollar una historia da mucha confianza comprobar la vertiente práctica de todo el asunto.

Mi amigo Peter de Roeth me había comentado algo acerca de Toys "R" Us, pero una sola visita a la tienda más cercana me convenció de que esa empresa sabía vender juguetes. Al preguntar a los clientes si les gustaba el lugar, todos parecían tener previsto regresar.

Antes de comprar La Quinta me alojé tres noches en sus moteles. Antes de comprar Pic 'N' Save entré en una de sus tiendas de California y me quedé impresionado con las gangas que ofrecían. La estrategia de Pic 'N' Save consistía en adquirir productos descatalogados de los canales convencionales de distribución y venderlos a precio de saldo.

Podría haber sacado esa información del departamento de relaciones con los inversores, pero no hubiera sido lo mismo que ver un frasco de colonia de marca a 79 centavos entre exclamaciones de entusiasmo de los clientes. Cualquier analista financiero me podría haber hablado de los millones de dólares que valía la compañía Lassie Dog Food, que Pic 'N' Save había comprado a Campbell's después de que esta abandonara el sector de la comida para perros, y que poco después Pic 'N' Save volvió a vender con grandes beneficios. Pero las colas de gente con sus carros llenos de comida para perros eran la prueba visible de que su estrategia funcionaba.

Cuando estuve en el nuevo local que Pep Boys había abierto en California, uno de los vendedores casi me colocó un juego de neumáticos. Yo solo había ido a echar un vistazo a la tienda, pero su entusiasmo era tal que faltó poco para que me llevara a casa cuatro neumáticos nuevos facturados en el avión. Podía tratarse de un caso excepcional, pero pensé que con empleados como ese Pep Boys podía vender cualquier cosa. Y así ha sido.

Cuando Apple Computer se vino abajo y sus acciones se desplomaron de 60 dólares a 15 dólares, me preguntaba si lograría superar sus problemas y si debía clasificarla como una empresa recuperable. Su nuevo modelo Lisa, con el que pretendía hacer su entrada en el lucrativo mercado profesional, había sido un fracaso estrepitoso. Pero cuando mi esposa me dijo que ella y los niños necesitaban un segundo Apple para casa, y cuando el responsable de sistemas de Fidelity me

comentó que la empresa estaba en proceso de adquirir sesenta Macintosh nuevos para la oficina, supe que a) Apple seguía siendo atractiva en el mercado doméstico, y b) estaba haciendo nuevas incursiones en el mercado profesional. Compré un millón de acciones, y no lo he lamentado.

Mi fe en Chrysler salió muy reforzada tras la conversación que mantuve con Lee Iacocca, quien me hizo una defensa cerrada del futuro resurgimiento del sector automovilístico, del éxito de la reducción de costes de Chrysler y de la mejora de su catálogo de vehículos. Fuera de las oficinas centrales vi que la zona de aparcamiento de los ejecutivos estaba medio vacía, otra señal positiva. Pero mi entusiasmo se disparó realmente cuando visité una exposición y pude entrar y salir de los nuevos modelos descapotables Laser, New Yorker y LeBaron.

Con los años, Chrysler se había ganado la fama de ser una marca de coches para vejestorios, pero quedaba claro que sus nuevos modelos tenían más chispa, sobre todo en la versión descapotable. (La idea consistía en recortar el techo duro del modelo LeBaron convencional).

Por alguna razón se me pasó por alto el minivan, que pronto se convertiría en el mayor éxito de la historia de Chrysler, el equivalente de los L'eggs en los años ochenta. Pero al menos me llevé la impresión de que la empresa estaba haciendo algunas cosas bien. Recientemente, Chrysler ha alargado el minivan y ha introducido un motor más potente, tal como deseaban los clientes, y en la actualidad este vehículo de Chrysler representa por sí solo el 3 por ciento de todas las ventas de coches y camiones en Estados Unidos. Es posible que me compre uno en cuanto mi AMC Concord de once años termine de oxidarse del todo.

Es increíble lo que se puede aprender sobre el sector automovilístico en los aparcamientos de alojamientos para esquiadores, centros comerciales, boleras e iglesias. Cada vez que veo una minivan de Chrysler o un Ford Taurus (Ford sigue siendo una de mis inversiones más importantes) estacionado con el conductor en su interior, me acerco y le hago estas preguntas: «¿Qué le parece su coche?»; «¿cuánto hace que lo tiene?»; y «¿se lo recomendaría a alguien?». Hasta la fecha, las respuestas son positivas al ciento por ciento, lo que resulta una buena señal para Ford y para Chrysler. Mientras tanto Carolyn está en las tiendas, atareada con las investigaciones de The Limited, Pier 1 Imports y las nuevas ensaladas de McDonald's.

Cuanto más se homogeneiza el país, más probable resulta que lo que tiene éxito en un centro comercial lo tenga en otros establecimientos similares. Piense en todos los productos y marcas cuyo éxito o fracaso usted ha sido capaz de predecir correctamente.

Pero entonces, ¿por qué no compré acciones de OshKosh B'Gosh, cuando nuestros hijos habían crecido llevando los fantásticos pantalones de peto de esta marca? ¿Por qué me convencí de no invertir en Reebok a raíz de que una amiga de mi esposa se quejara de que los zapatos le hacían daño en los pies? Imagínese lo que es

perderse una *5-bagger* porque una vecina le habló mal de unas zapatillas deportivas. En este negocio nada resulta fácil.

### **La lectura de los informes**

No es de extrañar que tantos informes anuales terminen en el cubo de la basura. El texto de las páginas satinadas es la única parte comprensible del informe, y por regla general también la más inútil, mientras que las cifras que aparecen al final son del todo incomprensibles, pero son supuestamente lo que importa de verdad. Sin embargo, hay un modo de sacar algo de un informe anual en pocos minutos, que es el tiempo que yo dedico a cada uno de ellos.

Fijémonos en el informe anual de Ford de 1987. Tiene una portada bonita, en la que aparece la parte trasera de un Lincoln Continental fotografiada por Tom Wojnowski, y en el interior se incluye un elogioso homenaje a Henry Ford II con una foto suya posando de pie frente al retrato de su abuelo, Henry I. Encontramos también un afectuoso mensaje destinado a los accionistas, un tratado sobre la cultura corporativa y una mención al patrocinio que Ford brindó a una exposición de Beatrix Potter, la creadora de Peter Rabbit.

Me salto todo esto y voy directamente al balance consolidado de la página 27, impreso sobre papel más barato (véanse las tablas).

## Balance Consolidado

31 de diciembre de 1987 y 1986 (millones de dólares)

Ford Motor Company y subsidiarias consolidadas

Activos	1987	1986
<b>Activos circulantes</b>		
Efectivo y efectos de caja	5.672,9	3.459,4
Valores negociables a precio de coste e intereses devengados (valor de mercado aproximado)	4.424,1	5.093,7
Cuentas por cobrar (incluyendo 1.554,9 millones y 733,3 millones de filiales no consolidadas)	4.401,6	3.487,8
Inventario (Nota 1)	6.321,3	5.792,6
Otros activos circulantes (Nota 4)	1.161,6	624,5
Activos circulantes totales	21.981,5	18.458,0
<b>Participación en los activos netos de las filiales y subsidiarias no consolidadas (Nota 6)</b>	7.573,9	5.088,4
<b>Patrimonio</b>		
Terrenos, instalaciones y equipos, a precio de coste (Nota 7)	25.079,4	22.991,8
Depreciación acumulada	14.567,4	13.187,2
Valor neto de terrenos, instalaciones y equipos	10.512,0	9.804,6
Útiles especiales no amortizados	3.521,5	3.396,1
Patrimonio neto	14.033,5	13.200,7
<b>Otros activos (Nota 10)</b>	1.366,8	1.185,9
<b>Activos Totales</b>	<b>44.955,7</b>	<b>37.933,0</b>
<hr/>		
<b>Pasivos y capital contable</b>		
<b>Pasivos circulantes</b>		
Cuentas por pagar		
Comerciales	6.564,0	5.752,3
Otras	2.624,1	2.546,1
Cuentas por pagar totales	9.188,1	8.298,4
Impuestos sobre la renta	647,6	737,5
Deuda a corto plazo	1.803,3	1.230,1
Deuda a largo plazo a pagar en un año	79,4	73,9
Pasivos acumulados (Nota 8)	6.075,0	5.285,7
Pasivos circulantes totales	17.793,4	15.625,6
Deuda a largo plazo (Nota 9)	1.751,9	2.137,1
Otros pasivos (Nota 8)	4.426,5	3.877,0
Impuestos sobre la renta diferidos (Nota 4)	2.354,7	1.328,1
Participaciones minoritarias en los activos netos de las subsidiarias consolidadas	136,5	105,7
Garantías y compromisos (Nota 14)	-	-
<b>Capital contable</b>		
Capital social (notas 10 y 11)		
Acciones preferentes, con valor nominal de 1,00 dólar cada acción	-	-
Acciones ordinarias, con valor nominal de 1,00 y 2,00 dólares cada acción respectivamente (469,8 y 249,1 acciones emitidas)	469,8	498,2
Acciones tipo B, con valor nominal de 1,00 y 2,00 dólares cada acción respectivamente (37,7 y 19,3 acciones emitidas)	37,7	38,6
Capital excedente del valor nominal de las acciones	595,1	605,5
Ajustes por conversión de moneda extranjera (Nota 1)	672,6	(450,0)
Beneficios retenidos para su uso en la actividad	16.717,5	14.167,2
Capital contable total	18.492,7	14.859,5
<b>Pasivos y capital contable totales</b>	<b>44.955,7</b>	<b>37.933,0</b>
<b>Nota: Capital contable por acción*</b>	<b>36,44</b>	<b>27,68</b>

Las notas adjuntas forman parte de los estados financieros.

\* Ajustado para indicar el fraccionamiento de dos por uno vigente el 10 de diciembre de 1987.

## Resumen financiero de 10 años

(cantidades expresadas en millones de dólares)  
Ford Motor Company y subsidiarias consolidadas

Resumen de operaciones	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978
Ventas	71.643,4	62.715,8	52.774,4	52.366,4	44.454,6	37.067,2	38.247,1	37.085,5	45.513,7	42.784,1
Costes totales	65.442,2	58.659,3	50.044,7	48.944,2	42.650,9	37.550,8	39.502,9	39.363,8	42.596,7	40.425,6
Resultado de explotación (pérdidas)	6.201,2	4.056,5	2.729,7	3.422,2	1.803,7	(483,5)	(1.255,8)	(2.278,3)	917,0	2.358,5
Ingresos por intereses	866,0	578,8	749,1	907,5	569,2	562,7	624,6	543,1	693,0	456,0
Gastos por intereses	440,6	482,9	446,6	536,0	567,2	745,5	674,7	432,5	246,8	194,8
Participación en los resultados netos de las filiales y las subsidiarias no consolidadas	753,4	816,9	598,1	479,1	360,6	258,5	167,8	187,0	146,2	159,0
Resultado (pérdidas) antes de impuestos sobre la renta	7.380,0	5.069,3	3.630,3	4.282,8	2.166,3	(407,9)	(1.138,1)	(1.980,7)	1.509,4	2.778,7
Provisiones (crédito) para impuestos sobre la renta	2.726,0	1.774,2	1.103,1	1.328,9	2.702	256,6	(68,3)	(435,4)	330,1	1.175,0
Participaciones minoritarias	28,8	10,0	11,8	47,1	29,2	(6,7)	(9,7)	(2,0)	10,0	14,8
Resultado neto (pérdidas)	4.625,2	3.285,1	2.515,4	2.906,8	1.866,9	(657,8)	(1.060,1)	(1.543,3)	1.169,3	1.588,9
Dividendos en efectivo	805,0	591,2	442,7	369,1	90,9	—	144,4	312,7	467,6	416,6
Beneficios retenidos (pérdidas)	3.820,2	2.693,9	2.072,7	2.537,7	1.776,0	(657,8)	(1.204,5)	(1.856,0)	701,7	1.172,3
Rendimiento sobre las ventas después de impuestos	6,5%	5,3%	4,8%	5,6%	4,3%	—	—	—	2,7%	3,7%
Capital contable al cierre del ejercicio	18.492,7	14.859,5	12.268,6	9.837,7	7.545,3	6.077,5	7.362,2	8.567,5	10.420,7	9.686,3
Activos al cierre del ejercicio	44.955,7	37.933,0	31.603,6	27.485,6	23.868,9	21.961,7	23.021,4	24.347,6	23.524,6	22.101,4
Deuda a largo plazo al cierre del ejercicio	1.751,9	2.137,1	2.157,2	2.110,9	2.712,9	2.353,3	2.709,7	2.058,8	1.274,6	1.144,5
Número medio de acciones del capital en circulación (en millones)	511,0	533,1	563,6	552,4	544,2	541,8	541,2	541,2	539,8	535,6
Resultado neto (pérdidas) por acción (en dólares)	9,05	6,16	4,54	5,26	3,43	(1,21)	(1,96)	(2,85)	2,17	2,97
Resultado neto considerando la dilución total	8,92	6,05	4,40	4,97	3,21	—	—	—	2,03	2,76
Dividendos en efectivo	1,58	1,11	0,80	0,67	0,17	0	0,27	0,58	0,87	0,78
Capital social al cierre del ejercicio	36,44	27,68	21,97	17,62	13,74	11,20	13,57	15,79	19,21	17,95
Rango de precios de las acciones ordinarias (Bolsa de Nueva York)	56,125	31,75	19,75	17,125	15,50	9,25	5,25	8	10,125	11,50
Datos sobre instalaciones y útiles	28,50	18	13,375	11	7,375	3,75	3,50	4	6,50	8,375
Gastos de capital para las instalaciones (excluyendo los útiles especiales)	2.268,7	2.068,0	2.319,8	2.292,1	1.358,6	1.605,8	1.257,4	1.583,8	2.152,3	1.571,5
Depreciación	1.814,2	1.666,4	1.444,4	1.328,6	1.262,8	1.200,8	1.168,7	1.057,2	895,9	735,5
Gastos para los útiles especiales	1.343,3	1.284,6	1.417,3	1.223,1	974,4	1.361,6	970,0	1.184,7	1.288,0	970,2
Amortización de los útiles especiales	1.353,2	1.293,2	948,4	979,2	1.029,3	955,6	1.010,7	912,1	708,5	578,2
Datos sobre plantilla. En todo el mundo (1)										
Sueldos	11.669,6	11.289,7	10.175,1	10.018,1	9.284,0	9.020,7	9.536,0	9.633,4	10.293,8	9.844,0
Costes laborales totales	16.567,1	15.610,4	14.033,4	13.802,9	12.558,3	11.957,0	12.428,5	12.598,1	13.386,3	12.631,7
Número medio de empleados	350.320	382.274	369.314	389.917	386.342	385.487	411.202	432.987	500.464	512.088
Datos sobre plantilla.										
Actividades en Estados Unidos (1)										
Sueldos	7.761,6	7.703,6	7.212,9	6.875,3	6.024,6	5.489,3	5.641,3	5.370,0	6.368,4	6.674,2
Número medio de empleados	180.838	181.476	172.165	178.758	168.507	161.129	176.146	185.116	244.297	261.132
Coste laboral medio por hora (2)										
Salarios	16,50	16,12	15,70	15,06	13,93	13,38	12,75	11,45	10,35	9,73
Beneficios	12,38	11,01	10,75	9,40	8,54	9,79	8,93	8,54	5,59	4,36
Total	28,88	27,13	26,45	24,46	22,47	23,17	21,68	19,99	15,94	14,09

Los datos relativos a las acciones están ajustados para que reflejen los dividendos en acciones y los fraccionamientos de acciones.  
\* los resultados de 1980, 1982 y 1982 fueron pérdidas.

(1) Incluye los resultados financieros no consolidados, seguros y subsidiarias nacionales.

(2) Por hora trabajada (en dólares). No incluye los datos de las compañías subsidiarias.

(Hay una regla que vale para los informes anuales, y quizá para las publicaciones en general, según la cual cuanto más barato es el papel más valiosa es la información que contiene). En el balance se enumeran los activos y los pasivos. Para mí esto es fundamental.

En la columna superior, denominada Activos Corrientes, veo que la empresa cuenta con 5672 millones de dólares entre efectivo y activos líquidos, además de 4424 millones en valores negociables. Sumando estas dos partidas, obtengo la liquidez global de la empresa en ese momento, que redondeo a 10 100 millones de dólares. Comparando la liquidez de 1987 con la de 1986, que figura en la columna de la derecha, me doy cuenta de que la empresa guarda cada vez más efectivo. Esta es

una señal inequívoca de prosperidad.

Posteriormente, voy a la parte inferior del balance, donde dice «deuda a largo plazo». Aquí veo que en 1987 la deuda a largo plazo es de 1750 millones de dólares, una suma sensiblemente inferior a la del año anterior para este mismo concepto. La reducción de la deuda es otro indicio de prosperidad. Cuando la relación entre el efectivo y la deuda crece, el balance mejora. Cuando sucede lo contrario, el balance se deteriora.

Restando la caja menos la deuda a largo plazo obtengo que la situación de «efectivo neto» de Ford es de 8350 millones de dólares. Las partidas de efectivo y activos líquidos superan por sí solos a la deuda en 8350 millones de dólares. Que el efectivo sea superior a la deuda denota una situación muy favorable. Ocurra lo que ocurra, Ford no desaparecerá del mercado.

(Quizá se haya fijado en la deuda a corto plazo de 1800 millones de dólares de Ford. Cuando realizo mis cálculos ignoro la deuda a corto plazo. Los puristas pueden inquietarse cuanto quieran por ello, pero ¿por qué complicar innecesariamente las cosas? Doy por hecho que el valor del resto de activos de la empresa [inventarios y demás] cubre la deuda a corto plazo, y me olvido de ello).

Con bastante frecuencia sucede que la deuda a largo plazo es mayor que el efectivo: el efectivo ha menguado, la deuda ha crecido y la situación financiera de la empresa es débil. Precisamente, lo que deseamos comprobar en este ejercicio es si la empresa es fuerte o débil.

A continuación paso al resumen financiero de los diez últimos años, que se encuentra en la página 38, para hacerme una idea del cuadro general de la última década. Veo que hay 511 millones de acciones en circulación. También observo que su número ha decrecido en los dos últimos años. Esto significa que Ford ha comprado sus propias acciones, lo que es otro signo positivo.

Si se dividen los 8350 millones de dólares correspondientes al efectivo y los activos líquidos entre 511 millones de acciones en circulación, obtengo que a cada título de Ford le corresponde un efectivo neto de 16,30 dólares. En el siguiente capítulo veremos por qué es importante este resultado.

Luego paso a... esto ya se está poniendo difícil. Si no desea seguir con este ejercicio y prefiere leer algo acerca de Henry Ford, ¡pregunte a su bróker si Ford está recomprando acciones, si el efectivo es mayor que la deuda a largo plazo, y cuánto efectivo tiene por acción!

Seamos realistas. No pretendo iniciarle en los entresijos contables de los balances. Hay algunos números importantes que le ayudarán a hacer el seguimiento de las compañías, y si los obtiene de los informes anuales, estupendo. En caso contrario, los puede conocer de la mano de los informes de S&P, de su bróker o de Value Line.

Value Line se lee con más facilidad que un balance, y por tanto si nunca ha analizado uno empiece por ahí. Le informa del efectivo y de la deuda, y ofrece resúmenes del comportamiento a largo plazo, de modo que puede informarse de lo

ocurrido durante la última recesión, sabrá si los beneficios crecen, si siempre se han repartido dividendos, etc. Por último, clasifica las compañías según su fortaleza financiera en una sencilla escala que va del uno al cinco, lo cual le da una ligera idea de la capacidad de cada empresa para hacer frente a las adversidades. (También ofrece una clasificación de los valores en función de su «oportunidad», pero yo no le prestó atención).

Por ahora, voy a dejar a un lado el informe anual. En lugar de eso vamos a examinar los números importantes uno por uno, sin meternos en más complicaciones sobre cómo encontrarlos.

## Algunos números famosos

Aquí se exponen, no por orden de importancia, algunos números que vale la pena tener en cuenta:

### El porcentaje de ventas

Cuando estoy interesado en una empresa por un producto en particular —como L'eggs, Pampers, Bufferin o plástico Lexan— lo primero que quiero saber es qué supone este artículo para la empresa en cuestión. ¿Qué porcentaje de ventas representa? L'eggs hizo que se disparase el precio de las acciones de Hanes porque se trataba de una empresa relativamente pequeña. Pampers era más rentable que L'eggs, pero no tuvo tanta repercusión para una compañía tan grande como Procter and Gamble.

Supongamos que nos hemos entusiasmado con el plástico Lexan y descubrimos que la empresa que lo fabrica es General Electric (GE). Después, nos enteramos a través de nuestro bróker (o de un informe anual, si es que somos capaces de comprenderlo) de que la división de plásticos está integrada en la división de materiales, y que toda ella aporta solo un 6,8 por ciento a las ventas totales de GE. Por tanto, ¿qué nos importa si Lexan se convierte en el próximo Pampers? De ser así, no tendría mucha importancia para los accionistas de GE. Tras hacer esta averiguación nos preguntamos quién más fabrica Lexan o bien nos olvidamos de este producto.

### La ratio PER

Ya hemos abordado este concepto antes, pero aquí introducimos un refinamiento útil: la ratio PER de toda compañía adecuadamente valorada será igual a su tasa de crecimiento. En este caso me refiero a la tasa de crecimiento de los beneficios. ¿Y cómo se puede averiguar este dato? Preguntándole a nuestro bróker cuál es la tasa de crecimiento comparada con el PER.

Si Coca-Cola tiene un PER de 15 veces, cabría esperar que creciera a un ritmo del 15 por ciento anual, etc. Pero si el PER es inferior a la tasa de crecimiento es posible que hayamos dado con un chollo. Una empresa con una tasa de crecimiento del 12 por ciento anual, por ejemplo, y un PER de 6 veces es una opción muy atractiva. Por otro lado, una compañía con una tasa de crecimiento anual del 6 por ciento y un PER de 12 veces no tiene ningún interés y va camino del precipicio.

Por regla general, un PER igual a la mitad de la tasa de crecimiento es un dato muy positivo. Nosotros utilizamos continuamente este valor cuando analizamos acciones para fondos de inversión.

Si su bróker no puede proporcionarle la tasa de crecimiento de una empresa puede averiguarla usted mismo consultando sus beneficios anuales en Value Line o en un informe de S&P, y calculando el aumento porcentual de las ganancias entre dos años consecutivos. De este modo, obtendrá otro indicador para saber si una acción está o no sobrevalorada. En cuanto a una cuestión tan crucial como es la tasa de crecimiento futura, las previsiones que haga usted son tan válidas como las mías.

Existe un método un poco más complejo para comparar las tasas de crecimiento con los beneficios, tomando también en consideración los dividendos. Consiste en averiguar la tasa de crecimiento a largo plazo (supongamos que para la Empresa X es del 12 por ciento), sumar la rentabilidad por dividendo (la Empresa X paga un 3 por ciento) y dividirlo entre el PER (igual a 10 veces para la Empresa X). 12 más 3 dividido entre 10 es igual a 1,5.

Un resultado inferior a 1 es malo, y uno de 1,5 está bien, pero lo que realmente se pretende es obtener valores de 2 o superiores. Una empresa con una tasa de crecimiento anual del 15 por ciento, unos dividendos del 3 por ciento y una PER de 6 veces arrojaría un excelente valor de 3.

## La situación de liquidez

Acabamos de comprobar que Ford dispone de 8350 millones de dólares en efectivo limpios de deuda a largo plazo. Que una empresa cuente con miles de millones en efectivo es un hecho que sin duda nos interesa. He aquí la razón:

Las acciones de Ford habían pasado de valer 4 dólares en 1982 a 38 dólares a principios de 1988 (ajustado a particiones). A lo largo de los años, yo había comprado cinco millones de acciones. A un precio de 38 dólares por acción ya había obtenido un gran beneficio con Ford, y todo Wall Street a coro llevaba casi dos años proclamando que las acciones estaban sobrevaloradas. Muchos asesores sostenían que esta empresa cíclica había dado todo lo que podía dar de sí y que su siguiente movimiento sería a la baja. En varias ocasiones estuve a punto de liquidar las acciones.

Sin embargo, echando un vistazo a su informe anual me di cuenta de que Ford había acumulado 16,30 dólares en efectivo por acción limpios de deuda, como ya indiqué en el capítulo anterior. Por cada una de mis acciones de Ford me esperaba esta prima de 16,30 dólares en efectivo a modo de reembolso oculto.

La prima de 16,30 dólares lo cambiaba todo. Significaba que estaba comprando la compañía, no a 38 dólares por acción, sino a 21,70 dólares (38 dólares menos los 16,30 en efectivo). Algunos analistas esperaban que Ford ganaría 7 dólares por acción con sus operaciones automovilísticas, lo cual, a 38 dólares por participación,

significaba un PER de 5,4 veces, pero a 21,70 dólares el PER era de 3,1 veces.

Un PER de 3,1 es un número tentador, con o sin comportamiento cíclico. Quizá no me hubiera interesado si se hubiera tratado de una empresa con pérdidas o si el público no hubiera mostrado interés por sus últimos vehículos. Pero Ford es una gran compañía, y el público estaba entusiasmado con sus últimos coches y camiones.

El tema de la liquidez me empujó a conservar mis títulos de Ford, y tras esta decisión las acciones subieron más de un 40 por ciento.

También sabía (era algo que estaba al alcance de cualquiera que leyera la página 5 del informe anual, todavía en la sección legible de papel satinado) que los servicios financieros del grupo Ford —Ford Credit, First Nationwide, U. S. Leasing, entre otros— habían obtenido por su lado un beneficio de 1,66 dólares por acción en 1987. En el caso de Ford Credit, que por sí sola había aportado 1,33 dólares por acción, era «el decimotercer año consecutivo de incremento de beneficios».

Atribuyendo un PER hipotético de 10 a los beneficios de la actividad financiera de Ford (por regla general las empresas financieras tienen un PER de 10 veces), estimé que el valor de esas filiales era de diez veces esos 1,66 dólares, o lo que es lo mismo, 16,60 dólares por acción.

Eso significaba que si Ford cotizaba a 38 dólares, uno se llevaba 16,30 dólares en efectivo neto, más 16,60 dólares de sus empresas financieras, de modo que el negocio automovilístico tenía un coste total de 5,10 dólares por acción. Y en aquel momento se esperaba que esa misma actividad automovilística obtuviera unos beneficios de 7 dólares por acción. ¿Era Ford una opción arriesgada? A 5,10 dólares por acción era una auténtica ganga, por más que su cotización ya se hubiera multiplicado casi por diez desde 1982.

Boeing es otro ejemplo de un valor con liquidez abundante. A principios de 1987 sus acciones se vendían a poco más de 40 dólares, pero al haber 27 dólares en efectivo por acción en la compañía esta se compraba en realidad a 15 dólares. Empecé a invertir en Boeing a principios de 1988 con una participación pequeña que luego fui incrementando, en parte por el efectivo acumulado en la compañía, y en parte porque contaba con un número récord de pedidos comerciales pendientes.

Obviamente, la cuestión del efectivo no siempre es determinante. La mayoría de las veces no hay liquidez suficiente para que sea un factor a tener en cuenta. Schlumberger dispone de mucho efectivo, pero su ratio por acción no es nada del otro mundo. Bristol-Myers tiene 1600 millones de dólares en efectivo y solo 200 millones de deuda a largo plazo, lo que supone una proporción excelente, pero con 280 millones de acciones en circulación, los 1400 millones de efectivo neto (el resultado de restar la deuda) equivalen a 5 dólares por acción. Estos 5 dólares no son gran cosa cuando el precio de las acciones está por encima de los 40 dólares. En cambio, si su cotización cayera hasta 15 dólares sería una gran inversión.

En cualquier caso, es recomendable que nuestra investigación incluya siempre la comprobación de la situación de liquidez (y el valor de las empresas asociadas).

Nunca se sabe cuándo nos encontraremos con una empresa como Ford.

Y ahora que estamos en materia, ¿qué hará Ford con todo su efectivo? A medida que una empresa acumula efectivo, las especulaciones sobre lo que se hará con él pueden afectar a la cotización de sus acciones. Ford ha incrementado sus dividendos y ha recomprado acciones a un ritmo vertiginoso, pero incluso así ha acumulado miles de millones en efectivo excedentario. Hay inversores que se preguntan si Ford derrochará su dinero en lo que usted ya sabe, pero hasta ahora la compañía ha sido muy prudente con sus compras.

En la actualidad Ford es propietaria de una sociedad de crédito y otra de ahorro y préstamo, y a través de una asociación controla Hertz Rent a Car. La compañía hizo una oferta a la baja por Hughes Aerospace, pero salió perdedora. TRW podría ser una sinergia adecuada: es uno de los principales fabricantes del mundo de piezas de automóviles y comparten algunos de los mercados de la electrónica. Además, TRW podría llegar a ser el mayor proveedor de airbags para coches. Pero si Ford compra Merrill Lynch o Lockheed (hubo rumores en ambos casos), ¿se sumará a la ya larga lista de *diempeoradores*?

### **El factor de deuda**

¿Cuánto debe y cuánto tiene la empresa? Deuda frente a capital. Se trata simplemente de lo que un agente de préstamos quisiera saber sobre usted para decidir si su perfil de riesgo es óptimo.

Normalmente el balance de una empresa se estructura en dos partes. En el lado izquierdo se sitúan los activos (inventarios, cuentas por cobrar, instalaciones y equipos, etc.). El lado derecho muestra cómo se financian tales activos. Una forma rápida de determinar la solidez financiera de una empresa es comparar el capital con la deuda que figura en el lado derecho del balance.

Es fácil definir tal relación entre deuda y capital. Si miramos el balance de Ford de 1987 se observa que el capital contable asciende a 18 492 millones de dólares. Unas pocas líneas más arriba se puede ver que la deuda a largo plazo es de 1700 millones de dólares. (También existe deuda a corto plazo, pero, tal como ya expliqué, en este tipo de análisis omito esta información. Si hay efectivo suficiente para hacer frente a la deuda a corto plazo no hay motivo para preocuparse por ella).

Un balance normal contiene un 75 por ciento de capital y un 25 por ciento de deuda. La relación entre el capital y la deuda de Ford ofrece el espectacular resultado de 18 000 millones de dólares frente a 1700 millones, o lo que es lo mismo, un 91 por ciento de capital y menos de un 10 por ciento de deuda. Se trata de un balance muy sólido. Y aún sería más sólido si la deuda fuera del 1 por ciento y el capital del 99 por ciento. Por otro lado, un balance débil podría tener un 80 por ciento de deuda y un 20 por ciento de capital.

En el caso de las empresas recuperables o en apuros presta especial atención al

factor de deuda. Más que cualquier otro factor, la deuda es lo que determina qué empresas sobrevivirán y qué empresas irán a la quiebra en una situación de crisis. Las empresas jóvenes con altos niveles de deuda siempre están en situación de riesgo.

En cierta ocasión estaba siguiendo dos valores tecnológicos en horas bajas: GCA y Applied Materials. Ambas empresas se dedicaban a la fabricación de bienes electrónicos de equipo: máquinas para producir chips para ordenadores. Se trata de uno de esos sectores de tecnología punta que es mejor evitar, tal como estas empresas habían demostrado al caer por el precipicio. A finales de 1985, el precio de las acciones de GCA cayó de 20 dólares a 12 dólares, y a Applied Materials le fue aún peor, con una bajada de 16 dólares a 8 dólares.

La diferencia entre ambas fue que cuando GCA se vio en aprietos contaba con una deuda de 114 millones de dólares, casi toda ella bancaria. Más adelante explicaré esta cuestión. Solo contaba con tres millones de dólares en efectivo y su principal activo eran 73 millones de dólares en inventarios, pero en el sector de la electrónica todo cambia tan rápido que los 73 millones de dólares en inventarios podrían convertirse en 20 millones al año siguiente. ¿Quién sabe cuánto se podría obtener realmente mediante una venta de liquidación?

Por el contrario, la deuda de Applied Materials era de solo 17 millones de dólares, y su efectivo ascendía a 36 millones.

Cuando el sector de los componentes electrónicos repuntó, la cotización de Applied Materials rebotó de 8 dólares a 36 dólares; en cambio, GCA ya no estaba allí para disfrutar de esa reactivación. Una de las empresas se había hundido y fue adquirida a unos diez centavos por acción, mientras que la otra multiplicó su cotización por más de cuatro. La diferencia entre ambas estaba en su carga de deuda.

El tipo de deuda que tiene una empresa es tan crucial como la cantidad de deuda a la hora de determinar quiénes son los vencedores y quiénes los vencidos. Una cosa es la deuda bancaria y otra la deuda consolidada.

La deuda bancaria (la peor de las modalidades, justo la que tenía GCA) es una modalidad de crédito pagadera a corto plazo. No es preciso que haya un banco al otro lado. También puede tomar la forma de papel comercial entre empresas por períodos cortos de tiempo. Lo importante es que expira muy pronto, en ocasiones incluso «a demanda». Esto significa que el prestador puede reclamar su dinero ante los primeros síntomas de que hay algún problema. Si el prestatario no puede devolver el préstamo, va a concurso de acreedores. Los acreedores desguazan la compañía y cuando terminan no queda nada para los accionistas.

La deuda consolidada (la mejor desde el punto de vista de los accionistas) nunca puede ser reclamada, por muy negra que sea la situación, siempre y cuando el prestatario siga pagando los intereses. El principal puede tener un vencimiento a quince, veinte o treinta años. La deuda consolidada toma la forma normalmente de bonos corporativos ordinarios, con períodos de vencimiento largos. Las agencias pueden mejorar o empeorar la calificación de los bonos corporativos en función de la

salud financiera de la empresa, pero pase lo que pase, el tenedor de estos títulos no puede solicitar la devolución inmediata del principal, como sí puede hacer con la deuda bancaria. En algunas ocasiones incluso se puede retrasar el pago de los intereses. La deuda consolidada dota a las empresas de tiempo para superar situaciones problemáticas. (Es habitual que los informes anuales desglosen en una nota al pie la deuda a largo plazo que acumula la compañía, los intereses que paga y las fechas de vencimiento).

Cuando analizo una empresa recuperable como Chrysler, presto especial atención a la estructura de la deuda. Era sabido que Chrysler tenía problemas de deuda. El elemento clave del famoso acuerdo de rescate consistió en que el Gobierno garantizó un préstamo de 1400 millones de dólares a cambio de opciones sobre acciones. Más adelante el Gobierno vendió dichas opciones sobre acciones y terminó por hacer un gran negocio con esta operación, pero en su momento no era un resultado previsible. Sin embargo, lo que sí resultaba obvio era que el acuerdo sobre ese préstamo le daba margen de maniobra a Chrysler.

También observé que Chrysler tenía 1000 millones de dólares en efectivo, y que acababa de vender su división de tanques a General Dynamics por otros 336 millones. En realidad, en ese momento Chrysler perdía algo de dinero, pero el efectivo disponible y la estructura del préstamo del Gobierno indicaban que los bancos no iban a echar el cierre a la empresa durante al menos uno o dos años.

De modo que si uno estaba convencido de que la industria del automóvil iba a remontar, como era mi caso, y sabía que Chrysler había realizado grandes mejoras y se había convertido en un productor de bajo coste dentro del sector, entonces podía confiar en la supervivencia de la compañía. Era una opción menos arriesgada de lo que sugerían los periódicos.

Micron Technology fue otra empresa rescatada del olvido gracias a la estructura de su deuda, y Fidelity tuvo su parte en ello. Se trataba de una compañía fantástica de Idaho que aterrizó en nuestras oficinas cuando estaba ya en las últimas, víctima de la ralentización del sector de los chips de memoria para los ordenadores y del *dumping* que practicaba Japón en el mercado de los chips de memoria DRAM. Micron había presentado una demanda alegando que no era posible que los japoneses fabricaran los chips a menor coste que ellos, y que por tanto estaban vendiendo sus productos a pérdida para expulsar a la competencia. Al final, Micron ganó la demanda.

Entretanto, todos los fabricantes nacionales importantes habían cesado su actividad, con excepción de Texas Industries y Micron. La supervivencia de esta compañía se veía amenazada por la deuda bancaria que había acumulado, y la cotización de sus acciones había caído de 40 dólares a 4 dólares. Su última esperanza consistía en sacar a la venta una gran emisión de obligaciones convertibles (unos bonos que pueden convertirse en acciones a voluntad del comprador). Esta operación permitiría a la empresa recaudar el efectivo suficiente para pagar la deuda bancaria y superar sus dificultades a corto plazo, pues el principal de las obligaciones

convertibles no vencía hasta varios años más tarde.

Fidelity compró una parte importante de las obligaciones. Cuando el sector de los chips informáticos repuntó y Micron volvió a obtener beneficios, el precio de las acciones subió de 4 dólares a 24 dólares, lo que supuso unas ganancias considerables para Fidelity.

## Los dividendos

*¿Sabe qué es lo único que me da placer? Ver cómo llegan mis dividendos.*  
JOHN, D. ROCKEFELLER, 1901

A menudo los inversores prefieren las acciones que pagan dividendos sobre las que no, pues con ello obtienen unos ingresos adicionales. No hay nada malo en ello. Un talón que llega por correo siempre es oportuno, incluso si su receptor es John D. Rockefeller. Pero tal como lo veo yo, la verdadera cuestión es saber cómo afecta la existencia o no de dividendos al valor de una compañía y a la cotización de sus acciones a lo largo del tiempo.

El conflicto de fondo que existe entre los directivos empresariales y los accionistas con respecto a los dividendos es similar al que viven padres e hijos con los fondos fiduciarios. Estos últimos se decantan por un reparto rápido, mientras que los primeros prefieren ejercer el control del dinero para que sus hijos obtengan un mayor beneficio.

Un argumento de peso a favor de las empresas que pagan dividendos es que aquellas que no los pagan se han distinguido históricamente por derrochar su dinero en *diempeoraciones*. He visto este fenómeno suficientes veces como para empezar a creer en la teoría de la vejiga de las finanzas empresariales que propuso Hugh Liedtke, de Pennzoil: cuanto más efectivo acumula la tesorería, mayor es la presión para mearlo. Liedtke saltó por primera vez a la fama al convertir Pennzoil, una pequeña compañía petrolera, en un competidor importante. Su segundo salto a la fama fue sacar 3000 millones de dólares a Texaco (Goliath) en un pleito judicial en el que todo el mundo daba por perdedor a Pennzoil (David).

(Esta época de finales de los años sesenta, de la que ya hemos hablado antes, debería ser recordada como «Los Años de la Vejiga». A día de hoy, todavía existe cierta tendencia entre los directivos empresariales a mear los beneficios en proyectos condenados al fracaso, aunque en una medida mucho menor que veinte años atrás).

Otro argumento a favor del pago de dividendos es que estos pueden evitar que el precio de las acciones caiga a los niveles que lo haría si no se pagaran. Durante la debacle de 1987, los títulos que pagaban dividendos altos tuvieron mejor comportamiento que aquellos que no los repartían, y su caída fue de menos de la mitad que la registrada por el mercado en su conjunto. Esta es una de las razones por las que siempre me gusta tener en cartera algunas empresas estables e incluso de bajo

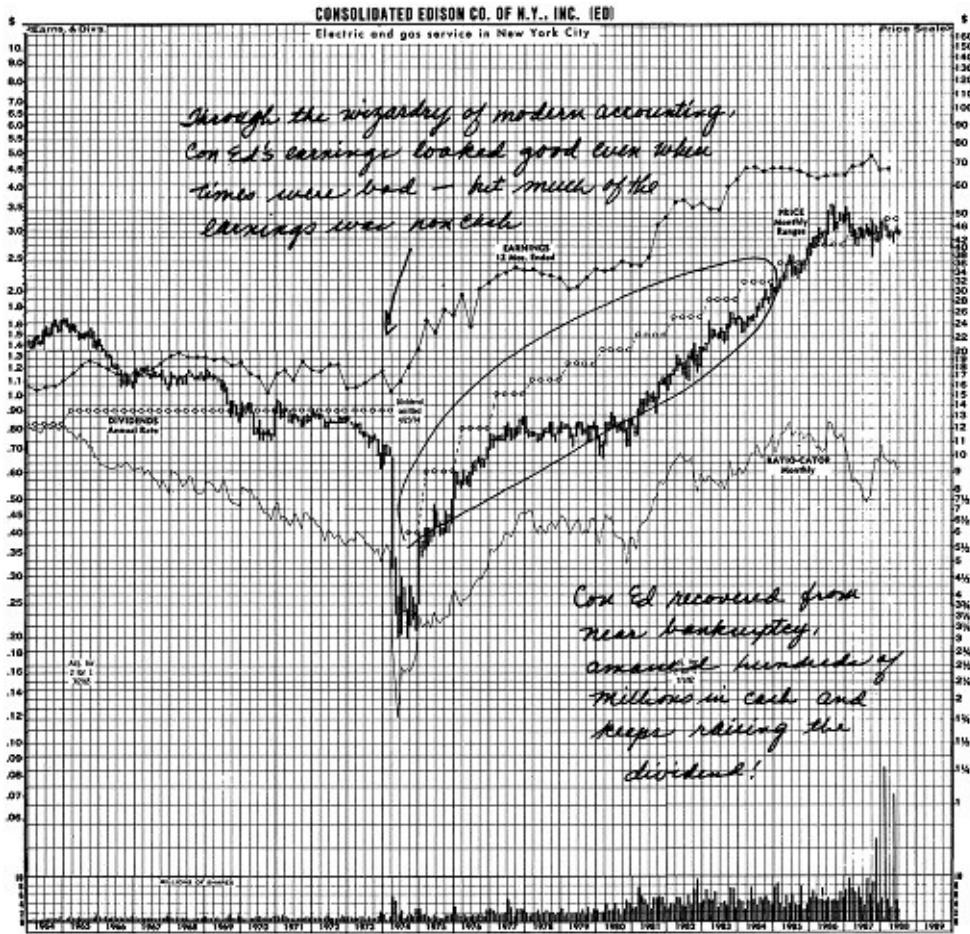
crecimiento.

Cuando el precio de una acción es de veinte dólares, un dividendo de dos dólares por título equivale a un rendimiento del 10 por ciento, pero si reducimos la cotización a diez dólares de pronto nos encontramos con un rendimiento del 20 por ciento. Si los inversores tienen la certeza de que una acción puede mantener un nivel de rendimiento alto, solo por este motivo la comprarán. Este fenómeno fijará un suelo en el precio de la acción. En cualquier situación de crisis los inversores se decantan por empresas líderes con un largo historial de reparto e incremento de dividendos.

Por otro lado, por ese mismo motivo las empresas pequeñas que no reparten dividendos tienden a experimentar un crecimiento mucho más rápido. Invierten ese dinero en su propia expansión. La razón principal por la que una empresa emite acciones es que así puede financiar su expansión sin necesidad de asumir deuda bancaria. Yo personalmente siempre me inclinaré antes por una empresa agresiva en plena expansión que por una vieja y aburrida repartidora de dividendos.

Las compañías eléctricas y de telefonía son las principales pagadoras de dividendos. En etapas de crecimiento lento no tienen necesidad de construir centrales o de ampliar sus equipos, de modo que van acumulando efectivo. Y en períodos de crecimiento fuerte los dividendos actúan como señuelos para atraer las grandes cantidades de capital que requiere la construcción de estas instalaciones.

Consolidated Edison (Con Ed) se ha dado cuenta de que puede comprar energía adicional en Canadá, de modo que ¿por qué iba a gastar dinero en unos costosos generadores nuevos y en todos los gastos asociados a la obtención de permisos y a su construcción? Dado que en la actualidad no acarrea gastos importantes, Con Ed amasa cientos de millones de dólares en efectivo, recompra acciones a un ritmo superior a la media e incrementa sus dividendos de manera sostenida.



General Public Utilities, ya recuperada de su accidente en Three Mile Island, ha alcanzado el mismo nivel de desarrollo que Con Ed diez años antes (ver el gráfico). En este momento también se dedica a recomprar acciones y a incrementar sus dividendos.

### ¿Los paga?

Si usted se está planteando comprar acciones de una compañía por los dividendos que reparte, debe averiguar si la empresa podrá pagarlos durante las recesiones y cuando pase por malos momentos. ¿Qué le parece Fleet-Norstar, antes Industrial National Bank, que lleva pagando dividendos ininterrumpidamente desde 1791?

Cuando una empresa de bajo crecimiento deja de pagar dividendos, es que existe un problema: es una empresa paralizada que tiene poco que ofrecer.

La mejor opción es una empresa que lleva veinte o treinta años incrementando sus dividendos de forma regular. Acciones como Kellogg y Ralston Purina no han disminuido sus dividendos —y mucho menos los han eliminado— durante las tres últimas guerras y ocho recesiones, de modo que son el tipo de títulos que le interesan si tiene fe en los dividendos. Las empresas con una carga fuerte de deuda, como Southmark, no pueden ofrecer las mismas garantías que Bristol-Myers, que está poco endeudada. (De hecho, después de que la actividad inmobiliaria de Southmark entrara

recientemente en pérdidas, el precio de sus acciones se desplomó de 11 dólares a 3 dólares y la compañía suspendió los dividendos). Las empresas cíclicas no siempre son fiables como pagadoras de dividendos: en 1982 Ford dejó de pagar dividendos y la cotización de sus acciones se situó por debajo de 4 dólares (ajustado a particiones), su punto más bajo en 25 años. En la actualidad, mientras Ford no se quede sin efectivo no hay motivo para temer que deje de repartir dividendos.

## Valor contable

Actualmente se presta mucha atención al valor contable, quizá porque es un dato fácil de localizar. Figura en cualquier tipo de informe. Hay programas informáticos muy conocidos que indican al instante cuántos títulos cotizan por debajo de su valor contable. Hay gente que invierte en ellos bajo la premisa de que si el valor contable es de veinte dólares y la acción se paga a diez, se está comprando un producto a mitad de precio.

El problema es que a menudo el valor contable tiene poco que ver con el valor real de una empresa. Con frecuencia se sitúa por encima o por debajo del valor real por un margen amplio. ¡Cuándo Penn Central se fue a la quiebra su valor contable era de más de 60 dólares por acción!

A finales de 1976, Alan Wood Steel tenía un valor contable de 32 millones de dólares, o 40 dólares por acción. Ello no impidió que seis meses después fuera a concurso de acreedores. El problema residía en que su nueva planta de fabricación de acero, que sobre el papel valía en torno a los 30 millones de dólares, estaba mal diseñada y tenía defectos operativos que la convertían en prácticamente inútil. Para cubrir parte de la deuda, la fábrica de planchas de acero se vendió a Lukens Corp. por unos cinco millones de dólares, y el resto de la instalación probablemente fue liquidada como chatarra.

Una empresa textil puede tener un almacén lleno de telas que nadie quiere, pero que computan en los balances a 4 dólares por metro. La realidad es que no pueden deshacerse de ese material ni por diez centavos. Aquí nos encontramos con otra regla no escrita: cuanto más cerca se está del producto acabado menos predecible resulta su valor de reventa. Se conoce el precio del algodón, pero ¿quién puede saber con certeza el precio de una camiseta de algodón de color naranja? Se sabe cuánto se puede obtener de una barra de metal, pero ¿cuánto vale transformada en una lámpara de pie?

Fijémonos en lo que ocurrió hace algunos años cuando Warren Buffett, el inversor con más experiencia, decidió cerrar la fábrica textil de New Bedford, que era una de sus primeras adquisiciones. Los directivos de la compañía esperaban ganar algo con la venta de la maquinaria textil, cuyo valor contable era de 866 000 dólares. Pero en una subasta pública, unos telares que apenas unos años antes habían sido comprados por 5000 dólares cada uno fueron vendidos por 26 dólares: menos de lo

que costaba llevárselos de allí. Un valor contable de 866 000 dólares se tradujo en una entrada real de efectivo de solo 163 000 dólares.

Si la empresa de Buffett, Berkshire Hathaway, solo hubiera contado con productos textiles se hubiera dado exactamente el tipo de situación que atrae la atención de los sabuesos de los libros contables: «Harry, mira este balance. Solo los telares tienen un valor de cinco dólares por acción, y su cotización es de dos dólares. No podemos perder». Pues bien, sí podrían perder porque el precio de la acción caería hasta los veinte centavos tan pronto como los telares fueran llevados al vertedero más próximo.

Los activos sobrevalorados en el lado izquierdo del balance son especialmente peligrosos cuando en el lado derecho hay mucha deuda. Pongamos que el balance de una empresa refleja 400 millones de dólares en activos y 300 millones de deuda, de lo que resulta un saldo contable positivo de 100 millones. Se sabe que el valor de la deuda es real. Pero si los activos valorados en 400 millones de dólares solo reportan 200 millones en una venta por liquidación, el valor contable real es de menos 100 millones. La compañía no tiene ningún valor.

Esto es básicamente lo que les sucedió a los desafortunados inversores que compraron acciones de Radice, una promotora inmobiliaria de Florida que cotizaba en la Bolsa de Nueva York, basándose en los 50 dólares por acción de sus activos, una opción que debió parecer bastante atractiva cuando los títulos cotizaban a 10 dólares. Pero gran parte del valor de Radice era una fantasía, el resultado de unas reglas de contabilidad extrañas que se utilizan en el sector inmobiliario, según las cuales los intereses que se deben por la deuda se computan como «activo» hasta que el proyecto es terminado y vendido.

Si el proyecto va bien no hay ningún problema, pero Radice no encontró comprador para algunas de sus principales inversiones inmobiliarias, y los acreedores (los bancos) querían recuperar su dinero. La empresa estaba muy endeudada, y en el momento en que los bancos reclamaron lo suyo los activos del lado izquierdo del balance se esfumaron, mientras que las deudas siguieron ahí. El precio de las acciones cayó hasta 75 centavos. Una situación en la que el valor real de una empresa es de menos 7 dólares, y hay bastante gente que se da cuenta de ello, nunca es buena para la cotización de sus acciones. Debí saberlo. Magellan era uno de los principales accionistas.

Al comprar acciones sobre la base del valor contable de una empresa hay que disponer de una comprensión detallada de en qué consisten realmente esos valores. En Penn Central se computaban como activos túneles entre montañas y vagones de ferrocarril inservibles.

## Más activos ocultos

Tan habitual es que los balances sobrevaloren una empresa como que la infravaloren.

Cuando eso ocurre se pueden obtener resultados estupendos con los activos ocultos.

Las compañías poseedoras de recursos naturales —como terrenos, madera, petróleo o metales preciosos— solo trasladan una fracción del valor real de esos activos a su balance. Por ejemplo, en 1987 Handy and Harman, un fabricante de productos elaborados con metales preciosos, tenía un valor contable de 7,83 dólares por acción, que incluía unos inventarios bastante grandes de oro, plata y platino. Pero tales inventarios se habían registrado en la contabilidad al precio original que había pagado Handy and Harman por esos metales, lo cual podía haber sucedido treinta años atrás. Según los precios vigentes (6,40 dólares la onza de plata y 415 dólares la de oro) estos metales tienen un valor de más de 19 dólares por acción.

Teniendo en cuenta que las acciones de Handy and Harman cotizan a unos 17 dólares, por debajo de lo que valían esos metales por sí solos, ¿sería una buena *inversión de activo oculto*? Nuestro amigo Buffett así lo creyó. Durante varios años ha mantenido una inversión importante en Handy and Harman, aunque las acciones no van a ningún lado, los beneficios son irregulares y el programa de diversificación tampoco ha terminado de funcionar. (Usted ya está al corriente de lo que son los programas de diversificación).

Recientemente se hizo público que Buffett está reduciendo su participación en la empresa. Hasta el momento, parece que Handy and Harman es la única inversión mala que ha realizado jamás, a pesar de sus potenciales activos ocultos. Sin embargo, si los precios del oro y la plata suben abruptamente las acciones de la compañía harán lo mismo.

Además del oro y la plata hay otros muchos tipos de activos ocultos. Marcas como Coca-Cola o Robitussin cuentan con un gran valor que no se refleja en sus libros de contabilidad. Lo mismo ocurre con las patentes de medicamentos, las franquicias de cable, las estaciones de televisión y radio: todos estos conceptos se contabilizan al precio de coste original, y posteriormente se deprecian hasta que desaparecen del lado de los activos en los balances.

Ya me he referido a Pebble Beach, una gran operación basada en activos ocultos inmobiliarios. Todavía podría estar dándome palos por haber dejado pasar esta acción. Pero operaciones inmobiliarias como esta las hay por todos lados; probablemente las empresas ferroviarias sean el mejor ejemplo. Burlington Northern, Union Pacific y Santa Fe Southern Pacific no solo poseen grandes extensiones de suelo, como ya mencioné anteriormente, sino que su valor apenas queda reflejado en la contabilidad.

Santa Fe Southern Pacific es el mayor propietario privado de suelo de California, pues acumula 1,3 millones de acres de los cien millones que tiene todo el estado. En el conjunto del país, posee tres millones de acres en catorce estados, lo que equivale a cuatro veces la superficie del estado de Rhode Island. Otro ejemplo es CSX, una empresa ferroviaria del sureste. En 1988 CSX vendió los derechos sobre 130 kilómetros de vía al estado de Florida. El terreno tenía un valor contable próximo a

cero, y la valoración de la vía era de 11 millones de dólares. Según el acuerdo alcanzado, CSX conservó los derechos de uso de la vía fuera del horario punta —de modo que sus ingresos no se vieron afectados (transporte de carga fuera de hora punta)— y la venta le aportó 264 millones de dólares después de impuestos. ¡Esto sí que es estar en misa y repicando!

En ocasiones se pueden encontrar compañías petrolíferas o refinerías que han mantenido intactas sus reservas en el subsuelo durante cuarenta años, valoradas a los precios de adquisición originales de los tiempos del Gobierno de Teddy Roosevelt. Solo el petróleo vale más que el valor actual de todas las acciones de la compañía. Podrían desguazar la refinería, despedir a todos los trabajadores y los accionistas podrían hacer una fortuna en cuarenta y cinco segundos vendiendo el petróleo. Vender este combustible no supone ningún problema. No es como vender ropa: a nadie le importa si el petróleo es de esta temporada o de la anterior, o si es fucsia o magenta.

Hace un par de años se vendió el Channel 5 de Boston por una cifra que rondaba los 450 millones de dólares: su precio de mercado. Sin embargo, cuando esta emisora obtuvo por primera vez su licencia debió pagar unos 25 000 dólares para presentar la documentación pertinente, quizás un millón por la torre y otro millón, o un par de ellos, por el estudio. De entrada, la operación en su conjunto se valoró sobre el papel en 2,5 millones de dólares, y con el tiempo este importe se fue depreciando. En el momento de su venta, probablemente esta empresa tenía un valor contable trescientas veces inferior al real.

Ahora que la emisora ha cambiado de propietarios el nuevo valor contable serán los 450 millones de dólares del precio de adquisición, de modo que desaparecerá esta anomalía. Si se pagan 450 millones de dólares por un canal de televisión cuyo valor contable es de 2,5 millones, los 447,5 millones adicionales aparecen en la contabilidad bajo el nombre de «fondo de comercio». Este concepto se registra en los nuevos libros contables como un activo, y con el tiempo también acabará por ser retirado de allí. De este modo se convertirá en otro activo oculto.

Los métodos contables para reflejar los «fondos de comercio» fueron modificados tras la década de los sesenta, cuando muchas compañías sobredimensionaban enormemente sus activos. Ahora sucede lo contrario. Por ejemplo, en la actualidad Coca-Cola Enterprises, la nueva compañía creada por Coca-Cola para las operaciones de embotellado, cuenta en su contabilidad con un fondo de comercio valorado en 2700 millones de dólares. Este importe representa la cantidad que se pagó a las franquicias de embotellamiento, más allá del coste de las plantas, los inventarios y el equipamiento. Se trata del valor intangible de las franquicias.

Según las normas vigentes de contabilidad, Coca-Cola Enterprises debe «amortizar» esta partida a lo largo de las próximas cuatro décadas hasta llegar a cero, cuando en realidad el valor de las franquicias se incrementa año tras año. Al estar obligada a pagar por su fondo de comercio, Coca-Cola Enterprises está penalizando a

sus beneficios. En 1987 la empresa publicó que había obtenido unos beneficios de 63 centavos, pero en realidad ganó otros 50 centavos que fueron a parar a la amortización del fondo de comercio. Y no es solo que los resultados de Coca-Cola Enterprises sean notablemente mejores de lo que indica su contabilidad, sino que su activo oculto crece día tras día.

También existe un valor oculto cuando una empresa es propietaria de un medicamento que nadie más puede fabricar durante diecisiete años, y si logra introducir alguna leve mejora en el mismo conserva la patente durante diecisiete años más. En la contabilidad, estas fabulosas patentes pueden no valer nada. Cuando Monsanto adquirió Searle, se hizo a su vez con NutraSweet. La patente de este producto termina dentro de cuatro años, pero incluso entonces seguirá siendo valiosa, a pesar de lo cual Monsanto está amortizando todo este asunto contra los beneficios. Dentro de cuatro años NutraSweet aparecerá como un cero redondo en el balance de Monsanto.

Igual que sucede con Coca-Cola Enterprises, cuando Monsanto amortiza un concepto contra los beneficios, los resultados reales quedan infravalorados. Si la empresa obtiene unos beneficios reales de 10 dólares por acción, pero destina 2 dólares de esas ganancias a «pagar» la amortización de conceptos como NutraSweet, una vez que termine dicha amortización los beneficios por acción se incrementarán en dos dólares.

Además, Monsanto contabiliza del mismo modo todo su gasto en investigación y desarrollo, y cuando algún día deje de gastar ese dinero y salgan al mercado los nuevos productos, se dispararán los beneficios. Si usted comprende este mecanismo cuenta ya con una gran ventaja.

Pueden existir activos ocultos en las empresas subsidiarias que pertenecen total o parcialmente a una gran sociedad matriz. Ya hemos visto el caso de Ford. Otra compañía era UAL, la diversificada sociedad matriz de United Airlines antes del breve periodo en que se denominó Allegis (nada que ver con la ambrosía y el polen). En este caso el activo oculto fue detectado por el analista especializado en aerolíneas de Fidelity, Brad Lewis. Dentro de UAL, Hilton International valía 1000 millones de dólares; Hertz Rent A Car (vendida posteriormente a una sociedad encabezada por Ford), 1300 millones; Westin Hotels, 1400 millones; y el sistema de reservas de viajes, 1000 millones más. Tras restar la deuda y los impuestos, el precio del conjunto de estos activos estaba por encima de la cotización de las acciones de UAL, de modo que básicamente el inversor obtenía gratis una de las mayores aerolíneas del mundo. Fidelity tenía mucha fe en este valor, y logró duplicar la inversión.

También existen activos ocultos cuando una empresa posee acciones de otra independiente, como era el caso de Raymond Industries con Teleco Oilfield Services. Algunas personas que estaban cerca de una u otra empresa se dieron cuenta de que las acciones de Raymond cotizaban a 12 dólares, mientras que cada una de ellas representaba un valor de 18 dólares de Teleco. Al comprar títulos de Raymond los

estabas adquiriendo también de Teleco a un precio de menos seis dólares. Los inversores que habían hecho bien su trabajo compraron Raymond y obtuvieron Teleco a menos seis dólares, y los que no, adquirieron Teleco a dieciocho dólares. Este tipo de cosas suceden continuamente.

Estos últimos años, si estábamos interesados en DuPont nos salía más barato comprar Seagram, que resulta ser propietaria de cerca del 25 por ciento de las acciones en circulación de DuPont. Du Pont se convirtió en el activo oculto de Seagram. De forma similar, las acciones de Beard Oil (en la actualidad Beard Company) cotizaban a 8 dólares, mientras que cada título llevaba asociado un valor de 12 dólares vinculado a una empresa denominada USPCI. Mediante esta operación, por menos 4 dólares podíamos comprar para toda la vida Beard, con todas sus explotaciones petroleras y su equipamiento.

En ocasiones, la mejor forma de invertir en una empresa consiste en encontrar un propietario en el extranjero. Ya sé que es más fácil de decir que de hacer, pero si tenemos algún tipo de acceso a empresas europeas podemos encontrarnos con situaciones increíbles. En general, las compañías europeas no están bien valoradas, y en ciertos casos no han pasado por ningún tipo de análisis. Me di cuenta de ello en un viaje de investigación a Suecia, donde una sola persona, que ni siquiera tenía ordenador, cubría Volvo y otros gigantes industriales del país.

Cuando Esselte Business Systems salió a bolsa en Estados Unidos, lo compré y seguí la evolución de sus fundamentales, que eran positivos. George Noble, el director de Fidelity's Overseas Fund, me propuso visitar la empresa matriz en Suecia. Fue allí donde descubrí que se puede comprar la compañía matriz a un precio menor que su filial de Estados Unidos, juntamente con otras muchas empresas interesantes, por no hablar de los bienes inmuebles. Mientras que las acciones de la empresa estadounidense apenas registraron una leve subida, las de la compañía matriz doblaron su precio en dos años.

Quien hubiera desarrollado la historia de Food Lion Supermarkets se hubiera dado cuenta de que la belga Del Haize poseía el 25 por ciento de sus acciones, y que los conglomerados empresariales de Food Lion, por sí solos, tenían un valor muy superior al del precio de la acción de Del Haize. De nuevo, al comprar Del Haize se adquirían sin ningún coste valiosos negocios europeos. Compré para Magellan las acciones europeas, que experimentaron un incremento de 30 dólares a 120 dólares, mientras que Food Lion ganó un relativamente anodino 50 por ciento.

De nuevo en Estados Unidos, ahora mismo se pueden comprar acciones de varias compañías telefónicas y obtener gratis una participación en el sector de la telefonía móvil. En todos los mercados se han concedido dos licencias de telefonía móvil. Probablemente haya oído hablar de la que se ha concedido a algún afortunado ganador de la lotería de la telefonía móvil. En realidad, esta persona debe comprar la licencia. La segunda licencia se concede sin ningún coste a la compañía telefónica local. Será un activo oculto fantástico para aquellos inversores que hayan estado

atentos. Mientras escribo esto, usted mismo puede comprar acciones de Pacific Telesis de California por 29 dólares, obteniendo al menos, y de inmediato, 9 dólares en acciones de telefonía móvil. O bien puede adquirir por 35 dólares acciones de Contel y hacerse con 15 dólares en títulos de telefonía móvil.

Estos valores se están vendiendo a un PER inferior a diez veces y con unos rendimientos por dividendos de más del 6 por ciento, y si restamos el valor de la compañía de telefonía móvil, el PER resulta aún más interesante. En estas grandes empresas de telefonía no encontraremos acciones que multipliquen su precio por diez, pero sí obtendremos un buen rendimiento, además de la posibilidad de una revalorización de entre el 30 y el 50 por ciento si todo va bien.

Por último, las desgravaciones fiscales constituyen un fabuloso activo oculto en empresas recuperables. A consecuencia de los créditos fiscales acumulados, cuando Penn Central salió de la quiebra estaba exenta de pagar impuestos sobre los beneficios millonarios derivados de las adquisiciones que iba a realizar. En esa época el tipo impositivo para empresas era del 50 por ciento, de modo que Penn Central podía comprar una empresa y de la noche a la mañana duplicar sus beneficios, únicamente por el hecho de no pagar impuestos. El proceso de recuperación de Penn Central hizo subir el precio de sus acciones desde 5 dólares en 1979 hasta 29 dólares en 1985.

Bethlehem Steel acumula en la actualidad unos créditos fiscales de 1000 millones de dólares, lo que constituye un activo tremadamente valioso si la compañía continúa su proceso de recuperación. Esto implica que los próximos 1000 millones en beneficios que obtenga Bethlehem en Estados Unidos estarán libres de impuestos.

## Flujo de caja

El flujo de caja es la cantidad de dinero que ingresa una empresa como resultado de su actividad económica. Todas las empresas ingresan dinero en efectivo, pero algunas se ven obligadas a gastar más que otras para conseguirlo. Se trata de una diferencia crucial, y por ello Philip Morris constituye una inversión extraordinariamente fiable, mientras que una empresa de acero lo es muy poco.

Supongamos que Pig Iron, Inc. vende todo su *stock* de lingotes y con ello obtiene 100 millones de dólares. Esta es la parte buena. Acto seguido, Pig Iron debe gastar 80 millones de dólares para poner al día sus hornos. Y esta, la mala... En cuanto Pig Iron deje de gastarse esos 80 millones de dólares anuales en mejorar sus hornos, perderá capacidad frente a sus competidores más eficientes. Siempre que para ingresar efectivo también debamos gastarlo no llegaremos muy lejos.

Philip Morris no tiene este problema, como tampoco lo tienen Pep Boys ni McDonald's. Este es el motivo por el que prefiero invertir en compañías que no dependen de las inversiones de capital. El dinero entrante no está en conflicto con el dinero saliente. Es tan simple como que a Philip Morris le resulta más fácil ganar

dinero que a Pig Iron.

Hay mucha gente que utiliza los datos del flujo de caja para evaluar las acciones. Por ejemplo, una acción valorada en 20 dólares con un flujo anual de caja de 2 dólares por título tiene una ratio de 10-1, lo que se considera un valor estándar. Un 10 por ciento de retorno de caja encaja muy bien con el 10 por ciento que se espera obtener como mínima recompensa por ser titular a largo plazo de un valor. Una acción que cuesta 20 dólares y tiene un flujo de caja de 4 dólares por título ofrece un 20 por ciento de retorno efectivo, lo cual es fabuloso. Y si usted da con una acción de 20 dólares que ofrece un flujo de caja sostenible de 10 dólares hipoteque su casa y compre todos los títulos que encuentre.

Carece de sentido enredarse en este tipo de cálculos. Pero si en algún caso le mencionan el flujo de caja como razón para adquirir una acción, asegúrese de que le están hablando del flujo libre de caja. El flujo libre de caja es el dinero que queda después de que se descuenten los gastos comunes. Es el dinero que se ha ganado y que no es necesario gastar. Pig Iron contará con mucho menos flujo libre de caja que Philip Morris.

De vez en cuando encuentro alguna empresa que obtiene beneficios discretos, pero que aun así supone una estupenda inversión gracias a su flujo libre de caja. Habitualmente se trata de compañías que cuentan con gran capacidad de amortización de equipos antiguos que no requieren ser reemplazados en un futuro inmediato. La empresa sigue disfrutando de deducciones fiscales (la depreciación de los equipos es desgravable fiscalmente) a la vez que gasta lo menos posible para modernizarse y renovarse.

Coastal Corporation es un buen ejemplo de las virtudes del flujo libre de caja. Según los indicadores normales la empresa costaba 20 dólares por acción, un precio razonable. Obtenía unos beneficios de 2,50 dólares por título, lo que daba un PER de 8 veces, un valor típico para una gasista que a la vez es una empresa diversificada dedicada a los oleoductos. Pero más allá de esta oportunidad convencional, estaba sucediendo algo extraordinario. Coastal había solicitado un préstamo de 2450 millones de dólares para adquirir una gran empresa de oleoductos, American Natural Resources. Lo bueno de los oleoductos era que no tenían necesidad de invertir mucho dinero en su mantenimiento. Al fin y al cabo, un oleoducto no requiere mucho trabajo. Básicamente está ahí. Quizá en algún momento haya que cavar para tapar algunos orificios, pero por lo demás ahí se queda. Y mientras tanto, se puede amortizar.

Coastal contaba con un flujo de caja total de 10-11 dólares por acción en un contexto bajista de su sector, y tras los gastos de capital le quedaban 7 dólares. Estos 7 dólares constituyan el flujo libre de caja. Aunque según la contabilidad esa empresa no obtuviera ningún beneficio durante los diez años siguientes, sus accionistas obtendrían esos 7 dólares por acción, lo que suponía un retorno de 70 dólares sobre una inversión de 20 dólares. Solo por su flujo de caja este título tenía un

gran potencial de crecimiento.

Esta es la clase de coyuntura que interesa al inversor especializado: una empresa del montón que no va a ningún lado, grandes flujos libres de caja y unos propietarios que renuncian al intento de hacer crecer la empresa. Puede tratarse de una empresa arrendadora con un montón de contenedores ferroviarios con una vida útil de doce años. Lo único que desea la compañía es obtener contratos para sus viejos contenedores y sacar el máximo dinero que le sea posible. En la década siguiente la dirección de la empresa decidirá reducir la planta, eliminar progresivamente los contenedores y acumular efectivo. De este modo, de una operación valorada en 10 millones de dólares podrían llegar a generar 40 millones. (Este sistema no podría funcionar en el sector informático, dado que los precios caen tan rápido que los inventarios antiguos no conservan su valor el tiempo suficiente para sacar nada de ellos).

## Inventarios

En la sección del informe anual llamada «Discusión y análisis de la gestión» se incluye una explicación detallada de los inventarios. Yo siempre la consulto para saber si estos se acumulan. Para un fabricante o un minorista, la acumulación de inventarios suele ser un mal indicio. Que los inventarios crezcan más rápido que las ventas es una señal de alarma.

Existen dos métodos contables básicos para calcular el valor de los inventarios, el LIFO y el FIFO. Por más que estas parezcan los nombres de dos caniches, en realidad LIFO son las siglas de «*last in, first out*» (último en entrar, primero en salir), y FIFO las de «*first in, first out*» (primero en entrar, primero en salir). Si Handy and Harman hubiera comprado algo de oro a 40 dólares la onza treinta años atrás, ayer volviera a comprar algo de oro a 400 dólares la onza, y hoy vendiera algo de oro a 450 dólares la onza, ¿qué ganancia hubiera obtenido? Según el sistema LIFO, 50 dólares (450 dólares menos 400 dólares), y según el FIFO 410 dólares (450 menos 40).

Podría seguir hablando de este asunto, pero pienso que rápidamente llegaríamos al punto de los rendimientos negativos, si no lo hemos hecho ya. Otros dos métodos de contabilidad recurrentes son el GIGO, del inglés «*garbage in, garbage out*» (basura que entra, basura que sale), y el FISH, «*first in, still here*» (primero en entrar, ahí sigue), que es lo que les ocurre a muchos inventarios.

Sea cual sea el método utilizado, existe la posibilidad de comparar el valor LIFO o FIFO del inventario del presente año con el del año anterior calculado con el mismo método, para determinar si se ha producido un incremento o una disminución del inventario.

En una ocasión visité una empresa de aluminio que había acumulado tanto material sin vender que lo tenían apilado hasta el techo en el interior del edificio, y fuera de él ocupaba la mayor parte del aparcamiento de los empleados. En el

momento en que los trabajadores tienen que aparcar en cualquier lado para poder guardar el inventario, definitivamente estamos ante una señal de que existe un exceso.

Una empresa puede presumir de que sus ventas han crecido un 10 por ciento, pero si el inventario se incrementa un 30 por ciento debemos decirnos: «Espera un momento. Quizá deberían haber rebajado el precio de este material y habérselo sacado de encima. Dado que no lo han hecho, el año que viene podrían tener un problema, y otro mayor al año siguiente. Su nueva producción deberá competir con la antigua, y el inventario aumentará todavía más hasta que se vean obligados a rebajar los precios, lo que significa menos beneficios».

Para una empresa automovilística la acumulación de inventarios no resulta tan preocupante ya que un coche nuevo siempre tiene algún valor, y el fabricante nunca se ve obligado a rebajar mucho su precio para venderlo. Un Jaguar de 35 000 dólares no se rebajará hasta 3500 dólares. Sin embargo, podría ser que una minifalda púrpura pasada de moda de 300 dólares no se lograra vender por 3 dólares.

En el otro extremo, si una compañía ha pasado por una época mala y su inventario empieza a agotarse estamos ante la primera señal de que las cosas han empezado a cambiar.

Para los aficionados y los neófitos es complicado hacerse una idea de los inventarios y de su significado, pero aquellos inversores que cuenten con alguna ventaja en un sector en particular sabrán sacar provecho de ello. Aunque cinco años atrás no estaban obligados a hacerlo, a día de hoy las empresas están obligadas a publicar sus balances en sus informes trimestrales para los accionistas, de modo que se puede hacer un seguimiento periódico de los datos del inventario.

## **Planes de pensiones**

Dado que muchas empresas recompensan a sus empleados con opciones sobre acciones y planes de pensiones, los inversores harán bien en tener en cuenta sus consecuencias. Las empresas no están obligadas a ofrecer planes de pensiones, pero si lo hacen deben cumplir con las normas federales. Dichos planes constituyen obligaciones de pago ineludibles, igual que los bonos. (En los planes de reparto de beneficios no existe tal obligación: si no hay beneficios, no hay reparto).

Incluso en el caso de quiebra y cese de las actividades normales, una empresa debe seguir sufragando los planes de pensiones. Antes de invertir en una empresa en proceso de recuperación, siempre realizo averiguaciones para asegurarme de que la compañía no está sometida a obligaciones de pagos de pensiones que no pueda afrontar. En concreto, compruebo si los activos del fondo de pensiones superan los pasivos de las obligaciones incurridas. USX presenta unos activos de los planes de pensiones de 8,5 millones de dólares, y unas obligaciones de pago de 7,3 millones de dólares, de modo que no es preocupante. Por otro lado, Bethlehem Steel publica unos

activos de 2300 millones de dólares en sus planes de pensiones, y unas obligaciones de pago de 3800 millones, lo que equivale a un déficit de 1500 millones. Este es un dato que tendría un efecto muy negativo si la situación financiera de Bethlehem Steel se deteriorase. Significaría que los inversores se verían obligados a rebajar el precio de las acciones hasta que se resolviera el problema de las pensiones.

Esto es algo que antes uno debía adivinar por sí mismo, pero ahora la situación de las pensiones está especificada en el informe anual.

## **La tasa de crecimiento**

El «crecimiento» como sinónimo de «expansión» es una de las confusiones más extendidas en Wall Street, y la responsable de que muchas veces se pasen por alto las compañías que de verdad experimentan grandes crecimientos, como Philip Morris. Casos como este no pueden apreciarse a partir de los datos del sector, pues el consumo de tabaco tiene un crecimiento anual del 2 por ciento negativo en Estados Unidos. Es cierto que los fumadores extranjeros han empezado a fumar a medida que lo han ido dejando los consumidores estadounidenses. En la actualidad, uno de cada cuatro alemanes fuma cigarrillos Marlboro, fabricados por Philip Morris, y la empresa envía cada semana aviones 747 repletos de tabaco de esta marca a Japón. Pero ni siquiera las ventas en el extranjero pueden explicar el enorme éxito de Philip Morris. La clave está en que esta empresa consigue incrementar sus beneficios reduciendo costes y sobre todo incrementando precios. Y esta es la única tasa de crecimiento que cuenta de verdad: la de los beneficios.

Philip Morris ha reducido costes mediante la instalación de una maquinaria más eficiente de liado de cigarrillos. Por otro lado, el sector incrementa sus precios año tras año. Si los costes crecen un 4 por ciento, la empresa puede subir sus precios un 6 por ciento, lo que aumenta un 2 por ciento su margen de beneficios. Puede ser que este valor no parezca mucho, pero si se cuenta con un margen de beneficios del 10 por ciento (más o menos el de Philip Morris), un incremento del 2 por ciento en el margen de beneficios significa un aumento del 20 por ciento de los beneficios.

(Procter and Gamble fue capaz de «incrementar» sus beneficios en papel higiénico cambiando de forma gradual el material, a base de añadirle rugosidades, hacerlo más suave y reducir progresivamente el rollo de 500 hojas a 350. Luego promocionaron el rollo de menor tamaño como una evolución más «esponjosa». Se trata de la maniobra más inteligente en todos los anales de la papiroflexia).

Si encuentra un negocio capaz de subir los precios año tras año sin perder clientes (un producto adictivo como los cigarrillos cumple esa condición) ha dado con una inversión fabulosa.

Si alguien intentara subir precios como hace Philip Morris en sectores como el textil o el de la comida rápida pronto se encontraría fuera del negocio. Pero Philip Morris se va haciendo más y más rica y no encuentra en qué gastar todo el dinero que

va acumulando. No tiene que invertir en altos hornos costosos, no tiene que gastar mucho para hacer poco. Además, sus costes se vieron drásticamente reducidos después de que se prohibiera a las empresas de tabaco anunciarse en la televisión. Se trata de uno de esos casos en los que hay tanto dinero suelto que ni siquiera la diempeoración ha perjudicado a los accionistas.

Philip Morris adquirió Miller Brewing y obtuvo unos resultados mediocres, y posteriormente repitió la proeza con General Foods. Seven-Up resultó ser otra decepción, lo que no impidió que sus acciones siguieran subiendo como la espuma. El 30 de octubre de 1988 Philip Morris anunció que había alcanzado un acuerdo definitivo para adquirir Kraft, la empresa de alimentos envasados, por un importe de 1300 millones de dólares. A pesar del precio de la operación (que ascendía a más de veinte veces los beneficios de Kraft en 1988), las acciones de Philip Morris descendieron solo un 5 por ciento en la bolsa, asumiendo que la empresa cuenta con un flujo de caja lo suficientemente importante para cubrir la deuda completa de la adquisición en cinco años. Lo único que podría evitarlo sería que las familias de las víctimas del tabaco empezaran a conseguir importantes reparaciones judiciales.

Esta compañía ha disfrutado de un aumento continuado de beneficios durante cuarenta años y cotizaría con un PER de 15 veces o superior si no fuera porque el temor a las demandas y la publicidad negativa que afecta a los fabricantes de tabaco alejan a muchos inversores. Esta es la clase de situación con una gran carga emocional que favorece a los cazadores de gangas, yo entre ellos. Las cifras no pueden ser mejores. A día de hoy todavía se puede comprar esta empresa, campeona del crecimiento, a un PER de 10 veces, o lo que es lo mismo, la mitad de su tasa de crecimiento.

Otro apunte más sobre la tasa de crecimiento: en igualdad de condiciones, una empresa que crece al 20 por ciento y que cotiza a 20 veces sus beneficios (esto es, con un PER de 20 veces) supone una compra mucho mejor que otra compañía que crece al 10 por ciento y que cuesta 10 veces sus beneficios (con un PER de 10 veces). Puede que esto suene esotérico, pero es importante comprender qué sucede con los beneficios de la empresa que experimenta mayor crecimiento para impulsar la cotización de las acciones. Observe la creciente diferencia de beneficios existente entre una empresa que crece al 20 por ciento y otra que lo hace al 10 por ciento, empezando ambas con unas ganancias de 1 dólar por acción.

Año base	Empresa A (Tasa de crecimiento del 20 por ciento) <b>1,00 dólar por acción</b>	Empresa B (Tasa de crecimiento del 10 por ciento) <b>1,00 dólar por acción</b>
Año 1	1,20 dólares	1,10 dólares
Año 2	1,44 dólares	1,21 dólares
Año 3	1,73 dólares	1,33 dólares
Año 4	2,07 dólares	1,46 dólares
Año 5	2,49 dólares	1,61 dólares
Año 7	3,58 dólares	1,95 dólares
Año 10	6,19 dólares	2,59 dólares

Al inicio de nuestro ejercicio, la Empresa A cotiza a 20 dólares la acción (20 veces sus beneficios de 1 dólar), y al final su valoración es de 123,80 dólares (20 veces sus beneficios de 6,19 dólares). La Empresa B empieza con una cotización de 10 dólares la acción (10 veces sus beneficios de 1 dólar) y termina a 26 dólares (10 veces sus beneficios de 2,60 dólares).

Incluso en el caso de que el PER de la Empresa A decrezca de 20 a 15 veces debido a que los inversores consideren que no será capaz de mantener su rápido crecimiento, al final de nuestro ejercicio las acciones se venderían a 92,85 dólares. Se mire por donde se mire, es preferible ser propietario de la Empresa A que serlo de la Empresa B.

Si hubiéramos atribuido un crecimiento del 25 por ciento a la Empresa A, los beneficios por acción del décimo año hubieran sido de 9,31 dólares: incluso con un PER conservador de 15 veces, eso significaría que las acciones cotizarían a 139 dólares. (Observe que no he calculado los beneficios para una tasa de crecimiento del 30 por ciento o superior. Este ritmo de crecimiento es difícil de mantener durante tres años, y más aún diez).

En resumidas cuentas, esta es la clave de los grandes «*baggers*» y de que las acciones de las empresas que crecen al 20 por ciento generen grandes ganancias en el mercado, especialmente al cabo de varios años. No es casualidad que empresas como WalMart y The Limited puedan alcanzar crecimientos tan elevados en una década. Todo se basa en la aritmética de las ganancias compuestas.

## Los resultados

En la actualidad, por todos lados se escuchan referencias a los «resultados». «¿Cuáles son los resultados?», es una expresión habitual en los deportes, los negocios e incluso en las relaciones de pareja. ¿De qué resultados estamos hablando aquí? Se trata del número que aparece al final de la cuenta de pérdidas y ganancias: los beneficios después de impuestos.

En nuestra sociedad, mucha gente no comprende bien en qué consiste la

rentabilidad de una empresa. En una ocasión vi una encuesta en la que se pedía a estudiantes universitarios y otros jóvenes que trataran de adivinar el margen de beneficio promedio de la inversión empresarial. La mayoría de ellos sugirió valores de entre el 20 y el 40 por ciento. Sin embargo, en las últimas décadas la respuesta correcta se ha acercado al 5 por ciento.

Otro instrumento que utilizo para evaluar empresas es el beneficio antes de impuestos. Se trata de lo que se obtiene de las ventas de una compañía tras la deducción de todos los costes, incluidas amortizaciones e intereses. En 1987 Ford Motor obtuvo unas ventas de 71 600 millones de dólares y ganó 7380 millones de dólares antes de impuestos, con un margen de beneficios antes de impuestos del 10,3 por ciento. Los minoristas tienen menor margen de beneficios que los fabricantes: una cadena de supermercados y farmacias de primera línea como Albertson's solo gana un 3,6 por ciento antes de impuestos. Por otro lado, empresas que producen medicamentos de alta rentabilidad, como Merck, normalmente alcanzan beneficios del 25 por ciento o superiores antes de impuestos.

No se gana mucho comparando los márgenes de beneficios antes de impuestos entre distintos sectores, ya que existen grandes variaciones en los datos generales. Para lo que sí resulta útil es para comparar distintas empresas dentro del mismo sector. La empresa con el mayor margen de beneficios es, por definición, el operador con costes más bajos, y este es el que tiene más posibilidades de supervivencia en caso de que se deterioren las condiciones del mercado.

Supongamos que la empresa A obtiene un margen de beneficios antes de impuestos del 12 por ciento, y que la empresa B alcanza solo el 2 por ciento. Supongamos que la actividad sufre un enfriamiento y que para vender sus productos ambas se ven obligadas a reducir sus precios un 10 por ciento. Las ventas caen otro 10 por ciento. Ahora, la empresa A gana un 2 por ciento antes de impuestos y sigue siendo rentable, mientras que la empresa B ha pasado a números rojos, con unas pérdidas del 8 por ciento. Va camino de la lista de especies en peligro de extinción.

Sin enredarnos en cuestiones técnicas, el margen de beneficios antes de impuestos es otro factor a tener en cuenta al evaluar la capacidad de supervivencia de una compañía en tiempos difíciles.

Esto complica mucho las cosas, porque en las fases de expansión, cuando la actividad mejora, las principales beneficiadas son las empresas con menores márgenes de beneficios. Veamos cómo responden dos empresas con unas ventas de 100 dólares en sendas situaciones hipotéticas.

### **Empresa A**

Situación actual	Mejora de la actividad
Ventas 100 dólares	Ventas 110,00 dólares (incremento de precios del 10 por ciento)
Costes 88 dólares	Costes 92,40 dólares (incremento del 5 por ciento)
Beneficios antes de impuestos 12 dólares	Beneficios antes de impuestos 17,60 dólares

### **Empresa B**

Situación actual	Mejora de la actividad
Ventas 100 dólares	Ventas 110,00 dólares (incremento de precios del 10 por ciento)
Costes 98 dólares	Costes 102,90 dólares (incremento del 5 por ciento)
Beneficios antes de impuestos 2 dólares	Beneficios antes de impuestos 7,10 dólares

Cuando llega la recuperación, los beneficios de la empresa A se incrementan casi un 50 por ciento, mientras que los de la empresa B se multiplican por más de tres. Este comportamiento explica por qué las empresas al borde de la catástrofe pueden pasar a ser los grandes vencedores cuando la situación mejora. Sucede continuamente en los sectores de la automoción, químico, del papel, aeronáutico, del acero, electrónico y en el de los metales no ferrosos. Otros sectores deprimidos a día de hoy tienen idéntico potencial, como las residencias para ancianos, los productores de gas natural y muchos minoristas.

Por tanto, lo que usted busca es una empresa con un margen de beneficios relativamente elevado cuando realice una compra de acciones a largo plazo para mantenerlas en cartera en los buenos y los malos tiempos, o bien una empresa con un margen de beneficios relativamente bajo cuando lo que le interese es una buena recuperación.

## Comprobar la historia

Vale la pena comprobar cada pocos meses la historia de la compañía. Esto puede significar leerse la información más reciente de Value Line o del informe trimestral, e investigar los beneficios para ver si se comportan de la manera esperada. Puede incluir una revisión de las tiendas para comprobar que los productos siguen resultando atractivos, y que existe un aura de prosperidad. ¿Ha surgido alguna novedad relevante? En el caso de las empresas de alto crecimiento es especialmente importante preguntarse qué sostendrá el crecimiento.

El crecimiento de una empresa se estructura en tres fases: la fase de la puesta en marcha, durante la cual aprende los trucos básicos de su negocio; la etapa de expansión rápida, durante la cual accede a nuevos mercados; y la fase de madurez, también conocida como la fase de saturación, durante la cual empieza a prepararse para el hecho de que no existe ninguna forma sencilla de mantener la expansión. Cada una de estas etapas puede durar varios años. La primera fase es la que conlleva más riesgos para el inversor, ya que el éxito de la empresa aún no es una realidad. La segunda es la más segura y en la que se gana más dinero, puesto que el crecimiento de la empresa se basa únicamente en aplicar reiteradamente su fórmula de éxito. La tercera etapa es la más problemática, dado que es cuando la empresa se topa con sus limitaciones. En ese momento se deben hallar otros métodos para incrementar los beneficios.

En el curso de estas revisiones periódicas, usted querrá determinar si una empresa parece desplazarse de una a otra fase. Si se fija en Automatic Data Processing, la empresa dedicada a procesar nóminas, se dará cuenta de que todavía no han llegado a un estadio de saturación de mercado, lo que significa que Automatic Data Processing se encuentra aún en la fase dos.

Durante la expansión de Sensormatic, cuando instalaba su sistema antirrobo en una tienda tras otra (segunda fase) sus acciones subieron de 2 dólares a 40 dólares, pero al final llegó al límite: no había más tiendas a las que dirigirse. La empresa fue incapaz de hallar nuevas formas de mantener su expansión, y en 1984 sus acciones cayeron de 42,5 dólares hasta 5,6 dólares. Cuando usted hubiera visto acercarse este momento, debería haber investigado si existía un nuevo plan de expansión, y si tenía verdaderas posibilidades de éxito.

Cuando Sears se había implantado en todas las áreas metropolitanas de importancia, ¿adónde más podía ir? Cuando The Limited se hubo establecido en 670 de los 700 centros comerciales más relevantes del país, hizo finalmente honor a su nombre.

Llegado a este punto, a The Limited solo le quedaba crecer a base de atraer a más

clientes a sus establecimientos ya existentes, y ahí empezó a cambiar la historia. Cuando The Limited adquirió Lerner y Lane Bryant daba la impresión de que había terminado su etapa de crecimiento rápido y que la empresa en realidad no sabía qué hacer consigo misma. En la segunda fase hubiera invertido todo su dinero en su propia expansión.

Tan pronto como hay un Wendy's junto a cada McDonald's, el único modo que tiene la primera empresa de crecer es arrebatándole clientela a la segunda. ¿Hacia dónde puede crecer Anheuser-Busch si ya ha captado el 40 por ciento del mercado de la cerveza? Ni siquiera el simpático perro Spuds MacKenzie es capaz de convencer al 100 por ciento de la nación de que beba Bud, y existirá cuanto menos una minoría de valientes que se resistirán a pedir una Bud Light, ya les ataquen con láseres o les abduzcan los extraterrestres. Tarde o temprano Anheuser-Busch va a frenar su crecimiento, y tanto el precio de sus acciones como sus PER experimentarán la reducción correspondiente.

O tal vez Anheuser-Busch encontrará otras formas de crecimiento, igual que ha hecho McDonald's. Una década atrás los inversores estaban preocupados por la posibilidad de que la increíble expansión que había experimentado McDonald's fuera cosa del pasado. Daba la impresión de que en todos lados había una franquicia de McDonald's, y por supuesto el PER bajó de las 30 veces propias de una empresa de alto crecimiento a las 12 propias de una estable. Pero a pesar de ese voto de desconfianza (las acciones no se movieron entre 1972 y 1982), los beneficios se han mantenido sólidos. McDonald's ha mantenido su crecimiento a base de imaginación.

En primer lugar, abrieron unas ventanillas para servir a sus clientes sin necesidad de que salieran del vehículo, que a día de hoy suponen un tercio de su volumen de negocio. Posteriormente incluyeron el desayuno, lo cual añadió una nueva dimensión a las ventas, y además a unas horas en las que de otro modo el edificio hubiera permanecido vacío. La introducción del desayuno supuso un incremento del 20 por ciento en las ventas a un coste muy bajo. Luego llegaron las ensaladas y el pollo, dos productos que incrementaron las ganancias a la vez que terminaron con la dependencia de la empresa con respecto al mercado de vacuno. Se da por hecho que cuando suben los precios del vacuno McDonald's sale malparada, pero están pensando en el viejo McDonald's.

A medida que se frena la apertura de nuevas franquicias, McDonald's ha demostrado que es capaz de crecer dentro de sus límites actuales. Además, se está expandiendo intensamente en el extranjero, y pasarán décadas antes de que haya un McDonald's en cada esquina de Inglaterra o de Alemania. Por más que se haya reducido su PER, McDonald's no ha dicho su última palabra.

Cualquier compañía del sector del cable en la que hubiéramos invertido nos hubiera mostrado una sucesión de brotes de crecimiento: en primer lugar, con las instalaciones rurales; en segundo lugar, con los servicios de pago como HBO, Cinemax, Disney Channel, etc.; en tercer lugar, con las instalaciones urbanas; en

cuarto lugar, con los *royalties* de programas como Home Shopping Network (la compañía se queda con una parte de todas las ventas); y recientemente, con la introducción de la publicidad de pago, que cuenta con un gran potencial de beneficios futuros.

Texas Air ofrece un ejemplo de una historia que fue a peor, luego mejoró, y finalmente volvió a empeorar, todo ello en cuestión de cinco años. Yo me hice con un pequeño paquete de acciones a mediados de 1983, solo para ver cómo el principal activo de la compañía, Continental Air, empezaba a tener problemas y entraba en concurso de acreedores. Las acciones de Texas Air cayeron de 12 dólares a 4,75 dólares, y las acciones de Continental, compañía en la que Texas Air tenía una posición mayoritaria, cayeron hasta 3 dólares. Seguí de cerca la situación por si podía convertirse en una recuperable. Texas Air redujo costes; Continental recuperó a sus clientes y regresó del cementerio contable. Animado por esta mejoría, amplié mi participación en ambas compañías. En 1986 las acciones de ambas habían triplicado su precio.

En febrero de 1986, Texas Air anunció que había adquirido una gran participación de Eastern Airlines, lo cual se veía también como un dato positivo. En un solo año, las acciones de Texas Air volvieron a triplicar su precio hasta los 51,5 dólares, convirtiéndose así en una *10-bagger* desde que resolvieron sus problemas en 1983.

En este punto, lamentablemente, mi preocupación por la situación de la compañía dejó paso a la complacencia, y el tremendo potencial generador de beneficios de Eastern y Texas Air hizo que no prestara atención a las realidades más inmediatas. Cuando Texas Air compró las acciones restantes de Continental me vi obligado a liquidar más de la mitad de mis acciones de Continental y cierta cantidad de bonos convertibles en acciones de Continental. Fue un golpe de suerte, y me reportó un pequeño beneficio. Pero en lugar de vender el resto de mis acciones de Texas Air y lograr una salida feliz de todo ese asunto, en febrero de 1987 compré *más* acciones a un precio de 48,25 dólares. Considerando la mediocridad del balance de Texas Air (la deuda acumulada de sus distintas aerolíneas superaba probablemente la de varios países subdesarrollados), y el carácter cíclico y precario del sector de las aerolíneas, ¿por qué compré en lugar de vender? Me cegó el incremento del precio de las acciones. Me quedé prendado de la versión nueva y mejorada de la historia de Texas Air, incluso cuando sus fundamentales se estaban viniendo abajo.

La versión nueva y mejorada de la historia era la siguiente: Texas Air se estaba beneficiando de una operativa más eficiente y de unos costes laborales muy rebajados. Además de su participación en Eastern, acababa de adquirir Frontier Air y People's Express, que pensaba reflotar igual que había hecho con Continental. La idea era genial: comprar aerolíneas quebradas, reducir costes y esperar a que los beneficios llegaran de forma natural.

¿Qué fue lo que sucedió? Igual que Don Quijote, estaba tan enamorado de la promesa que se me pasó por alto que iba montado en un penco. Focalicé mi interés en

las previsiones de ganar quince dólares por acción en 1998 con Texas Air, ignorando las señales de alarma que aparecían a diario en los periódicos: pérdida de maletas, horarios mal planteados, retrasos en las llegadas, clientes molestos y empleados descontentos en Eastern.

Al igual que un restaurante, una aerolínea es un negocio precario. En un restaurante unas pocas noches malas son capaces de arruinar una buena reputación que costó cincuenta años forjar. Eastern y Continental estaban teniendo algo más que unas pocas noches malas. Las piezas no encajaban. Las quejas en Eastern eran síntoma de un amargo enfrentamiento entre la directiva y los distintos sindicatos con motivo de los salarios y las prestaciones. Los sindicatos plantearon una dura batalla.

A principios de 1987 los beneficios de Texas Air comenzaron a deteriorarse. El plan consistía en reducir los costes operativos de Eastern en 400 millones de dólares, pero yo debería haber caído en la cuenta de que esto todavía no había sucedido, y de que había grandes probabilidades de que no se llegara a materializar jamás. El contrato laboral vigente no expiraba hasta varios meses después, y ambas partes mantenían un fuerte desencuentro. Al final entré en razón y empecé a vender las acciones a 17-18 dólares. A finales de 1987 habían caído a 9 dólares. Todavía conservo algunos títulos y voy a permanecer atento a lo que pueda suceder.

No solo cometí un error al no reducir mi participación en Texas Air en verano de 1987, cuando se hicieron evidentes los graves problemas de Eastern así como su persistencia en 1988, sino que debería haber utilizado esta información básica para apostar por otro ganador: Delta Airlines. Delta era el principal competidor de Eastern y el principal beneficiado de sus problemas operativos, así como de los planes de reducir de forma permanente el tamaño de la compañía. Tenía una modesta participación en Delta, pero debería haberla convertido en una de las diez principales posiciones de mi cartera. Durante el verano de 1987 sus acciones subieron de 48 dólares a 60 dólares. En octubre cayeron a 35 dólares, y al final del año estaban a solo 37 dólares. A mediados de 1988 su precio subió drásticamente hasta los 55 dólares. Los miles de pasajeros que volaban con Eastern y Delta pudieron darse cuenta de lo mismo y aprovecharse de su ventaja del aficionado.

## La lista de comprobación final

Toda la investigación de la que he estado hablando supone, como máximo, un par de horas de trabajo por valor. Cuanto más sepa usted mejor, pero no es imperativo llamar por teléfono a la empresa. Tampoco es obligado analizar el informe anual con la misma concentración que un erudito de los Pergaminos del Mar Muerto. Algunos de los «números famosos» valen únicamente para ciertas categorías específicas de valores, y en los demás casos pueden ignorarse por completo.

Lo que sigue es un resumen de lo que usted debería saber sobre un valor dentro de cada una de las seis categorías.

### ***Valores en general***

- La ratio PER. ¿Es alta o baja para esta empresa en particular y para otras empresas similares del mismo sector?
- Porcentaje de participación institucional. Cuanto menor sea, mejor.
- Si los miembros de la empresa compran acciones, y si lo está haciendo la propia empresa. En ambos casos es una señal positiva.
- El historial de crecimiento de beneficios hasta la fecha y si dichos beneficios son esporádicos o consistentes. (La única categoría donde los beneficios pueden no ser importantes son las empresas de activo oculto).
- La fortaleza o debilidad del balance de la compañía (la ratio deuda-capital) y la calificación de su fortaleza financiera.
- La situación de caja. Con 16 dólares de efectivo neto, sé que es improbable que las acciones de Ford caigan por debajo de los 16 dólares. Este es el suelo de este título.

### ***Empresas de bajo crecimiento***

- Dado que se adquieren por los dividendos que generan (¿por qué otra razón iba a tenerlas alguien en cartera?) debe averiguar si tales dividendos se han pagado siempre, y si se incrementan de forma habitual.
- Siempre que sea posible, averiguar qué porcentaje de los beneficios se paga en forma de dividendos. Si se trata de un porcentaje bajo significa que la empresa cuenta con un colchón para los tiempos difíciles. Puede ganar menos dinero y mantener el pago de dividendos. En caso de que el porcentaje sea elevado, los dividendos tienen un riesgo mayor.

### ***Empresas estables***

- Estamos hablando de grandes compañías que es improbable que vayan a quedar fuera del mercado. El elemento clave es el precio, y el PER indicará si se está pagando demasiado por ellas.
- Indagar en posibles *desempeoraciones* susceptibles de reducir los beneficios en el futuro.
- Comprobar la tasa de crecimiento a largo plazo de la compañía, y si se ha mantenido constante en los últimos años.
- Si tiene pensado conservar el valor indefinidamente, compruebe cómo se ha comportado la empresa en anteriores etapas de recesión y caídas de bolsa. (McDonald's tuvo un buen comportamiento en el crac de 1977, y su cotización se mantuvo estable durante el de 1984. En 1987 fue arrastrada junto a las demás. En términos generales, ha sido un buen título defensivo. Bristol-Myers salió vapuleada del crac de 1973-1974, sobre todo por estar muy sobrevalorada. Se comportó bien en 1982, 1984 y 1987. Kellogg ha sobrevivido saludablemente a todas las debacles recientes, excepto la de 1973-1974).

### ***Empresas cíclicas***

- Deben observarse de cerca los inventarios y la relación entre oferta y demanda. Hay que prestar atención a las nuevas entradas en el mercado, ya que pueden ser peligrosas.
- Anticipar una reducción del PER en algún momento a partir de la recuperación del negocio, cuando los inversores empiezan a prever el final del ciclo y se obtienen los máximos beneficios.
- Si conoce la empresa está en una situación de ventaja a la hora de prever los ciclos. (Por ejemplo, todo el mundo sabe que en el sector de la automoción existen ciclos. Al cabo de tres o cuatro años a la baja habrá otros tantos al alza. Siempre sucede. Los vehículos envejecen y hay que sustituirlos. Se puede posponer el reemplazo de los coches uno o dos años más allá de lo previsto, pero tarde o temprano la gente vuelve a los concesionarios).
- Cuanto más dura sea la caída en el sector automovilístico, mejor es también la recuperación. A veces hasta deseo que las malas ventas duren un año más, pues sé que ello supondrá una recuperación más duradera y sostenible.
- Últimamente hemos tenido cinco buenos años de venta de vehículos, y por ello sé que estamos en la mitad, o quizás en algún punto próximo al final de un ciclo próspero. Sin embargo, en un sector cíclico es mucho más fácil prever un giro al alza que uno a la baja.

### ***Empresas de alto crecimiento***

- Investigar si el producto que supuestamente enriquecerá a la compañía

representa la mayor parte de su negocio. Ese era el caso de L'eggs, pero no el de Lexan.

- Conocer la tasa de incremento de los beneficios de los últimos años. (Mis favoritas son las que se sitúan entre el 20 y el 25 por ciento. Por regla general las que están en torno al 50 por ciento se encuentran en sectores de moda, y ya se sabe lo que esto significa).
- Saber si la compañía ha repetido su éxito en más de un pueblo o ciudad, como prueba de que la expansión será viable.
- Comprobar si la empresa sigue teniendo espacio para crecer. La primera vez que visité Pic 'N' Save estaban posicionados en el sur de California y empezaban a hablar de expandirse al norte del estado. Les quedaban 49 estados. En cambio, Sears está en todas partes.
- Ver si las acciones se venden con un PER igual o próximo a su índice de crecimiento.
- Comprobar si la expansión está en fase de aceleración (tres nuevos moteles el ejercicio pasado y cinco este año). En el caso de empresas como Sensormatic Electronics, cuyas ventas son principalmente «de una sola vez» al contrario que las hojas de afeitar, que los clientes se ven obligados a comprar repetidamente una reducción del crecimiento puede tener consecuencias devastadoras. Sensormatic experimentó una tasa de crecimiento espectacular a finales de los setenta y principios de los ochenta, pero para incrementar los beneficios cada año debían vender más sistemas nuevos que el año anterior. Los ingresos obtenidos por las ventas del sistema básico de vigilancia electrónica (ventas de una sola vez) superaban con mucho los procedentes de la venta de esas pequeñas etiquetas blancas a sus clientes establecidos. De modo que en 1983, cuando disminuyó su tasa de crecimiento, los beneficios no solo se ralentizaron, sino que se hundieron. Y lo mismo ocurrió con las acciones, que en doce meses cayeron de 42 dólares a 6 dólares.
- Ver si hay pocas instituciones que tengan el valor en cartera y si apenas un puñado de analistas ha oído hablar de él. Esto constituye una ventaja añadida muy importante con los valores de alto crecimiento.

### ***Empresas recuperables***

- La cuestión más importante aquí es: ¿puede sobrevivir la empresa al asalto de sus acreedores? ¿Cuánto efectivo tiene? ¿Cuánta deuda? (Cuando pasaba por su etapa de crisis Apple Computer contaba con 200 millones de dólares en efectivo y no tenía deudas, así que, de nuevo, uno podía contar con que no quebraría).
- ¿Cuál es la estructura de su deuda y cuánto tiempo puede operar en números rojos sin quebrar mientras resuelve sus problemas? (International Harvester en la

actualidad Navistar fue un caso de posible recuperación que decepcionó a los inversores, ya que se dedicó a imprimir y a vender millones de acciones nuevas para captar capital. Esta dilución hizo posible la recuperación de la empresa, pero no la de sus acciones).

- En caso de quiebra, ¿qué va a quedar para los accionistas?
- ¿Cómo se supone que se llevará a cabo el proceso de recuperación de la empresa? ¿Se ha quitado de encima sus divisiones no rentables? Este hecho puede ser clave para las ganancias. Por ejemplo, en 1980 la división de defensa de Lockheed obtuvo un beneficio de 8,04 dólares por acción, pero la de aviación comercial perdió 6,54 dólares por culpa de su avión de pasajeros L-1011 Tristar. El L-1011 era un avión fabuloso, pero se vio afectado por la competencia del modelo DC10 de McDonnell Douglas's en un mercado relativamente pequeño. Y en el mercado de larga distancia sucumbió ante el 747. Eran unas pérdidas persistentes, y en diciembre de 1981 la empresa anunció que se desharía del L-1011. Ello dio lugar a grandes pérdidas en 1981 (26 dólares por acción), pero en este caso eran algo puntual. En 1982, cuando Lockheed ganó 10,78 dólares por acción en su división de defensa, no tuvo que hacer frente a más pérdidas. ¡En dos años los beneficios habían pasado de 1,50 dólares a 10,78 dólares por acción! Cuando se produjo el anuncio del abandono del L-1011 se podían adquirir acciones de Lockheed a 15 dólares. Y en cuatro años llegó a los 60 dólares.

Texas Instruments (TI) fue otro caso clásico de empresa recuperable. En octubre de 1983 anunció que abandonaría el negocio de los ordenadores domésticos (otro sector de moda con demasiados competidores). Solo ese año había perdido más de 500 millones de dólares en ese negocio. De nuevo, la decisión acarreó fuertes pérdidas, pero de este modo la empresa pudo concentrarse en los sectores de los semiconductores y la electrónica para defensa, sus puntos fuertes. El día posterior al anuncio, las acciones de TI despegaron de 101 dólares a 124 dólares. Y cuatro meses más tarde estaban en 176 dólares.

Time también ha vendido algunas de sus divisiones y con ello ha recortado gastos de forma drástica. La suya es una de mis recuperaciones preferidas de los últimos tiempos. Y de hecho también es un caso de activo oculto. Su división de televisión por cable está valorada en 60 dólares por acción, de modo que si cotiza a 100 dólares se está comprando el resto de la empresa a 40 dólares por acción.

- ¿El sector vuelve a funcionar? (Esto es lo que está ocurriendo con Eastman Kodak, que se está beneficiando del nuevo auge en la venta de rollos de película).
- ¿Se están recortando los gastos? En tal caso, ¿qué efecto tendrá? (Chrysler redujo costes de manera drástica cerrando plantas. También empezó a

subcontratar la fabricación de un gran número de componentes que antes hacía la propia compañía, ahorrando con ello cientos de millones de dólares. Sus costes de producción pasaron de ser unos de los más elevados del sector de la automoción a estar entre los más bajos. El proceso de reconversión de Apple Computer fue más difícil de prever. Sin embargo, cualquiera que estuviera cerca de la empresa se podría haber dado cuenta del aumento de las ventas, la reducción de costes y el atractivo de los nuevos productos, circunstancias que se dieron de forma simultánea).

### ***Empresas de activo oculto***

- ¿Cuánto valen los activos? ¿Existen activos ocultos?
- ¿Cuánta deuda debe sustraerse de esos activos? (Los acreedores son los primeros en la cola).
- ¿La empresa está contrayendo más deuda, y por tanto restando valor a sus activos?
- ¿Hay algún comprador al acecho para facilitar que los accionistas recojan los beneficios de dichos activos?

#### ***Algunas claves de esta sección:***

- Comprenda la naturaleza de las empresas que tiene en cartera y las razones específicas para tenerlas. («¡Es que va para arriba!» no es un argumento válido).
- Clasificar las acciones por categorías le permitirá comprender mejor qué se puede esperar de ellas.
- Las grandes empresas experimentan movimientos pequeños; las empresas pequeñas experimentan grandes movimientos.
- Tenga en cuenta el tamaño de una empresa si espera que esta mejore sus beneficios por un producto en concreto.
- Busque empresas pequeñas que ya sean rentables y hayan demostrado su capacidad para reproducir su modelo.
- Desconfíe de empresas que ofrecen tasas de crecimiento anual de entre el 50 y el 100 por ciento.
- Evite las acciones de moda en sectores de moda.
- Desconfíe de las diversificaciones, pues por regla general son *diempeoraciones*.
- Las apuestas arriesgadas casi nunca salen bien.
- Es preferible perderse los primeros movimientos de una acción y esperar a ver si los planes de la empresa dan resultado.
- Los trabajadores obtienen información increíblemente valiosa que puede tardar meses o incluso años en llegar a los profesionales.
- Separe cualquier consejo relacionado con valores del consejero, por más que

este sea muy listo, muy rico y que su última recomendación cotizara al alza.

- Algunos consejos sobre valores pueden resultar muy valiosos, especialmente aquellos que provienen de un experto en el sector. Sin embargo, es habitual que quienes trabajan en el sector del papel ofrezcan recomendaciones sobre el sector farmacéutico, y que a quienes lo hacen en el sector sanitario nunca les falte una pista que dar sobre las próximas adquisiciones en el sector del papel.
- Invierta en empresas sencillas, sin brillo, mundanas, al margen de las modas, y que no han llamado la atención de Wall Street.
- Las empresas de crecimiento moderado (del 20 al 25 por ciento anual) en sectores sin crecimiento son ideales para invertir.
- Busque empresas con nichos.
- Al comprar acciones muy devaluadas en empresas con problemas, seleccione las que exhiban una mejor posición financiera y deseche las que cargan con mucha deuda bancaria.
- Las empresas sin deuda no pueden quebrar.
- Las virtudes de la dirección pueden ser un factor importante, pero también bastante difícil de evaluar. Base sus inversiones en las expectativas de la empresa, no en el currículo o en la capacidad oratoria de su presidente.
- Se puede ganar mucho dinero con la recuperación de una empresa en dificultades.
- Evalúe cuidadosamente la ratio PER. No va a sacar dinero de una acción muy sobrevalorada, aunque todo lo demás esté perfecto.
- Elabore una historia para la empresa como forma de facilitarle el seguimiento de su evolución.
- Busque empresas que recompen de forma habitual sus propias acciones.
- Estudie el historial de dividendos que ha repartido la empresa a lo largo del tiempo, y cómo se han comportado sus beneficios en anteriores períodos de recesión.
- Busque empresas con una participación institucional baja o nula.
- En igualdad de condiciones, priorice las empresas en las que sus directivos tengan inversiones personales importantes, antes que aquellas en las que estos se limiten a percibir un salario.
- La compra de acciones de una empresa por parte de sus propios empleados es una buena señal, especialmente si lo hacen varios de forma simultánea.
- Dedique al menos una hora a la semana a estudiar inversiones. Sumar los dividendos cobrados y sacar la cuenta de sus propias ganancias y pérdidas no cuenta.
- Sea paciente. Las cosas ocurren cuando menos se espera.
- Es peligroso e ilusorio comprar acciones únicamente sobre la base del valor

contable declarado. Lo que cuenta es el valor real.

- Si tiene dudas, déjelo para más adelante.
- Dedique al menos el mismo tiempo y esfuerzo a escoger un nuevo valor para invertir en bolsa que dedicaría a escoger una nueva nevera.

## **PARTE III**

### **La visión a largo plazo**

*En esta sección aporto mi granito de arena a ciertos temas de importancia, tales como la forma de diseñar una cartera para maximizar las ganancias y minimizar el riesgo; cuándo comprar y cuándo vender; qué hacer cuando el mercado se hunde; algunas ideas erróneas, tontas y peligrosas acerca de las razones por las que suben y bajan las acciones; los riesgos de las apuestas sobre opciones y futuros, así como de las posiciones a corto sobre acciones; y por último, qué hay de nuevo, viejo, excitante e inquietante a día de hoy en relación con las empresas y la bolsa.*

## Diseñar una cartera

¡He escuchado a gente decir que se conformaría con un rendimiento anual del 25 o 30 por ciento en bolsa! ¿Conformarse? A este ritmo pronto sería propietaria de la mitad del país, junto con los japoneses y los Bass Brothers. Ni siquiera los magnates de los años veinte podían asegurarse unas ganancias del 30 por ciento de forma indefinida, y eso que Wall Street estaba manipulado en favor suyo.

En determinados años se ganará un 30 por ciento, pero en otros se obtendrá solo un 2 por ciento, si no se pierde un 20 por ciento. Sencillamente, es parte del funcionamiento del sistema, y así debe aceptarse.

¿Qué tiene de malo tener unas expectativas elevadas? Si alguien espera ganar un 30 por ciento cada año, resulta más probable que se sienta frustrado porque las acciones no responden a sus expectativas, y podría resultar que la impaciencia le empujara a abandonar las inversiones justo en el momento más inadecuado. O peor aún, podría asumir riesgos innecesarios persiguiendo ganancias ilusorias. Solo la aplicación estricta de una estrategia, tanto en los años buenos como en los malos, permite maximizar los beneficios a largo plazo.

Si un beneficio del 25 o el 30 por ciento no es realista, ¿cuál podría serlo? No hay duda de que las acciones deben ofrecer mejor rendimiento que los bonos, de modo que obtener un 4, un 5 o un 6 por ciento a largo plazo es un pésimo resultado. Si al revisar su historial en bolsa a largo plazo se da cuenta de que apenas ha superado el rendimiento de su cuenta de ahorros, es que la técnica aplicada es deficiente.

Por cierto, a la hora de calcular el rendimiento obtenido de las acciones no olvide incluir todos los costes de suscripción a *newsletters* y revistas financieras, las comisiones, los seminarios de inversión y las llamadas a larga distancia para hablar con los brókers.

La rentabilidad general de las acciones, la media histórica del mercado, se sitúa entre el 9 y el 10 por ciento. Usted puede obtener una rentabilidad del 10 por ciento a la larga invirtiendo en fondos de inversión sin comisión que compran los 500 títulos correspondientes al Índice S&P 500, replicando así automáticamente el índice. El hecho de que pueda obtenerse este rendimiento sin realizar ningún tipo de estudio ni gasto es un buen punto de referencia para medir sus resultados, o bien los de fondos de inversión activa como Magellan.

Si los profesionales que nos dedicamos a seleccionar acciones no somos capaces de superar a los fondos indexados que se dedican a hacer compras generalizadas, es que no nos estamos ganando el sueldo. Pero denos una oportunidad. En primer lugar, debe tenerse en cuenta el tipo de fondo en el que se ha invertido. Ni siquiera los mejores gestores del mundo obtendrán buenos resultados con un fondo de inversión

en oro si cae el precio de este metal. Tampoco es justo juzgar a un fondo por sus resultados de un solo año. Pero si después de 3-5 años comprueba que sería igual de rico de haber invertido en el Índice S&P 500, entonces compre los valores del S&P 500 o busque un fondo de inversión activa con mejor historial. Teniendo en cuenta todo el tiempo y el esfuerzo que conlleva la selección individualizada de acciones, el resultado debería ser mejor.

Considerando que existen esta clase de alternativas más cómodas, para poder decir que le ha valido la pena escoger usted mismo las acciones debería obtener una rentabilidad compuesta de entre el 12 y el 15 por ciento. Para realizar este cálculo es preciso sustraer todos los costes y comisiones, y sumar todos los dividendos y otras bonificaciones.

Encontramos aquí otra gran ventaja de conservar las acciones frente a realizar transacciones constantemente. Para un pequeño inversor los costes de las transacciones son elevados. Es cierto que operar en el mercado es más barato de lo que era antes, gracias a los descuentos en las comisiones y a la modificación de los recargos de los denominados lotes incompletos (se trata de una cuota extra aplicada a transacciones de menos de 100 títulos; en la actualidad, si se colocan los lotes incompletos antes de que abra el mercado se agrupan con otros lotes incompletos para evitar el recargo). Pero aun así, a Houndstooth le sigue costando entre un 1 y un 2 por ciento comprar o vender un valor.

De modo que si Houndstooth renueva por completo su cartera una vez por año puede perder hasta un 4 por ciento en comisiones. Esto significa que antes de empezar debe hacer frente a una pérdida del 4 por ciento. Con lo cual, para alcanzar un beneficio de entre el 12 y el 15 por ciento después de gastos, deberá lograr entre el 16 y el 19 por ciento con su elección de valores. Y cuantas más transacciones realice, más complicado será igualar el resultado de los fondos indexados o de cualquier otro fondo. (Las nuevas «familias» de fondos pueden llegar a cobrar entre un 3 y un 8,5 por ciento de comisión al entrar, pero no hay más costes, y a partir de entonces se pueden canjear acciones por bonos, después por fondos del mercado monetario, y vuelta a empezar sin pagar más comisiones).

Si a pesar de tales dificultades un inversor particular logra obtener un rendimiento de, pongamos, el 15 por ciento durante diez años, debe reconocerse que ha realizado un gran trabajo. Si empezó con 10 000 dólares, un retorno del 15 por ciento dará un resultado de 40 455 dólares, mientras que un 10 por ciento solo le hubiera reportado 25 937 dólares.

## **¿Cuántos valores hay que tener en cartera?**

¿Cómo se puede diseñar una cartera para obtener ese beneficio de entre el 12 y el 15 por ciento? ¿Cuántos valores debería incluir? De entrada le puedo recomendar que no tenga 1400 valores si puede evitarlo, pero este es mi problema y no el suyo. Usted no

tiene que preocuparse por la regla del 5 por ciento ni por la del 10 por ciento ni por los 9000 millones para administrar.

Desde hace largo tiempo existe un debate entre las dos grandes facciones del mundo de los asesores de inversión: la de Gerald Loeb que proclama «Pon todos los huevos en la misma cesta»; y la de Andrew Tobias que replica «No pongas todos los huevos en la misma cesta. Podría tener un agujero».

Si el cesto en cuestión fuera de Wal-Mart, hubiera estado encantado de meter todos mis huevos ahí. En cambio, no me hubiera hecho mucha gracia arriesgar todo mi dinero en el cesto de Continental Illinois. Y si me dieran cinco cestos, respectivamente de Shoney's, The Limited, Pep Boys, Taco Bell, y Service Corporation International, juraría que era una buena idea repartir mis huevos entre ellas, pero si tal diversificación incluyera Avon Products o Johns-Manville, preferiría un único y sólido cesto como Dunkin' Donuts. La cuestión no es fiarse de un número prefijado de valores, sino investigar las virtudes de estos valores caso por caso.

En mi opinión, la mejor opción es poseer tantos valores como situaciones en las que: a) usted cuente con alguna ventaja; y b) haya descubierto una perspectiva interesante que supere todas las pruebas de su investigación. Quizá se trate de un solo valor, o quizás de una docena. Quizás usted decida especializarse en empresas recuperables o de activo oculto y adquiera varios valores de tales categorías; o quizás tenga conocimiento de algún asunto particular referente a una recuperación o un activo oculto en concreto. De nada sirve diversificarse en empresas desconocidas por el mero hecho de la diversificación. El afán de diversificación es el peor consejero de los pequeños inversores.

Dicho esto, no es seguro tener un solo valor en cartera, ya que, a pesar de sus esfuerzos, su elección podría ser víctima de circunstancias imprevistas. Para una pequeña cartera yo me decantaría por tener entre tres y diez valores. Esto ofrece varias ventajas:

1) Si lo que busca son *10-baggers*, cuantos más valores tenga en su cartera más probabilidades habrá de que alguno de ellos ofrezca el rendimiento deseado. Entre una serie de empresas prometedoras de alto crecimiento, puede ser una sorpresa cuál de ellas llega más lejos finalmente.

Stop & Shop resultó ser un valor tremadamente rentable, y eso que nunca pensé que pudiera darme una ganancia superior a un 30-40 por ciento. Era una empresa mediocre con las acciones a la baja; yo comencé a comprarlas en 1979 en parte porque me interesaba la rentabilidad de sus dividendos. Más tarde la historia de la empresa empezó a mejorar, tanto en sus supermercados como en su división de tiendas Bradlee. Compré las acciones inicialmente a 4 dólares, y llegaron a valer 44 dólares cuando la empresa salió de bolsa en 1988. Marriott es otra empresa cuyo éxito en la bolsa no habría sabido prever. Sabía que era una excelente empresa pues me había alojado en sus hoteles en innumerables ocasiones, pero nunca caí en la cuenta del potencial que tenían sus acciones. Ojalá hubiera comprado unos miles de

sus acciones, en lugar de conformarme con otras tantas pastillitas de jabón.

Por cierto, a pesar de todos los rumores sobre absorciones que llenan las páginas de los periódicos, no me viene a la cabeza ni un solo ejemplo de una empresa que haya comprado con la expectativa de que fuera absorbida y que finalmente lo fuera. Por regla general lo que ocurre es que alguna de las empresas que tengo en cartera en virtud de sus fundamentales termina siendo absorbida, de forma también totalmente inesperada.

Dado que no hay forma de prever cuándo se producirá tal o cual agradable sorpresa, tener distintos valores en cartera aumenta las probabilidades de resultar beneficiado por alguna de ellas.

2) Cuantos más valores haya en su cartera, más flexibilidad tendrá para desplazar la inversión entre ellas. Esta es una parte importante de mi estrategia.

Hay gente que atribuye mi éxito al hecho de haberme especializado en valores de crecimiento. Pero esto es solo parcialmente cierto. Nunca coloco más del 30-40 por ciento de mi inversión en valores de crecimiento. El resto lo reparto entre las demás categorías descritas en este libro. Por regla general, invierto un 10-20 por ciento en estables, otro 10-20 por ciento en cíclicas, y el resto en recuperables. Aunque en mi cartera hay 1400 valores distintos en total, la mitad de mi inversión está concentrada en cien valores, y dos tercios en doscientos. Un 1 por ciento del dinero está repartido entre quinientas oportunidades secundarias que reviso de forma periódica, por si en algún momento decido hacer algo con ellas. Busco constantemente valores en todos los ámbitos, y si veo más oportunidades en empresas recuperables que en las de alto crecimiento acabo teniendo un mayor porcentaje de las primeras. Si se produce algún acontecimiento que refuerza mi confianza en alguno de mis valores secundarios lo asciendo a una selección primaria.

## Diversificación

Tal como vimos en el capítulo 3, diversificar el dinero en varias categorías de acciones es otra forma de minimizar el riesgo. Si usted ha realizado las investigaciones pertinentes y ha comprado acciones a cotizaciones adecuadas ya ha minimizado en gran medida su riesgo, pero más allá de ello debería considerar lo siguiente:

Las empresas de bajo crecimiento ofrecen poco riesgo y también pocas ganancias, ya que no se espera mucho de ellas y así lo refleja su precio. Las empresas estables ofrecen poco riesgo y ganancias moderadas. Si usted tiene Coca-Cola en cartera, puede ganar un 50 por ciento si todo va bien el próximo año; y si todo va mal, puede perder un 20 por ciento. Las empresas de activo oculto ofrecen poco riesgo y grandes ganancias si se está seguro del valor de los activos. Si se equivoca con una empresa de activo oculto probablemente las pérdidas no sean muy elevadas, y si acierta puede conseguir una 2-, una 3- o incluso una 5-bagger.

Las empresas cíclicas pueden ser de poco riesgo y grandes ganancias, o de alto riesgo y pocas ganancias, en función de su habilidad para prever los ciclos. Si acierta puede conseguir su *10-bagger*, pero si falla las pérdidas pueden llegar al 80-90 por ciento.

Por otro lado, es probable que encuentre más *10-baggers* entre las empresas de alto crecimiento o las recuperables: ambas son categorías de mucho riesgo y grandes ganancias. Cuanto mayor es el potencial de ganancias, mayor es también el potencial de pérdidas, y si la empresa de alto crecimiento se tambalea o la vieja empresa recuperable tiene una recaída, puede llegar a perder todo el dinero invertido. Cuando adquirí acciones de Chrysler, calculé que si todo salía bien podía obtener un 400 por ciento, y si iba mal podía perder el 100 por ciento. Esto es algo que hay que considerar al comenzar una inversión. Al final, tuve la grata sorpresa de ver cómo mi inversión se multiplicaba por quince.

No hay ningún modo de cuantificar estos riesgos y recompensas, pero al diseñar una cartera deberían incluirse en ella un par de valores estables para atemperar las emociones que conlleva tener cuatro valores de alto crecimiento y otros cuatro recuperables. Una vez más, la clave reside en saber lo que se compra. No se trata de comprar una empresa estable sobrevalorada e incrementar de este modo el propio riesgo que se desea atenuar. Recuerde que durante los años setenta incluso la maravillosa Bristol-Myers era una opción arriesgada. La razón era que los inversores habían inflado su PER hasta 30 veces, cuando su crecimiento era solo del 15 por ciento. Bristol-Myers necesitó una década de crecimiento sostenido para alcanzar el precio inflado. Quien comprara a ese precio, que duplicaba su tasa de crecimiento, estaba asumiendo un riesgo innecesario.

Es una auténtica tragedia cuando se compra una acción sobrevalorada, la empresa es un éxito y aun así no se gana nada. Esto es precisamente lo que ocurrió con Electronic Data Systems, un valor que en 1969 tenía un PER de 500 veces. Durante los siguientes quince años sus beneficios se dispararon, hasta multiplicarse por más de veinte. El precio de las acciones (ajustado a particiones) bajó de 40 dólares a 3 dólares en 1974, tras lo cual rebotó y en 1984 la compañía fue adquirida por General Motors a un precio de 44 dólares, en torno a lo que se pagaba por ellas diez años antes.

Por último, el diseño de una cartera puede cambiar en función de la edad del inversor. Los más jóvenes, con toda una vida de ingresos por delante, pueden permitirse el lujo de asumir más riesgos en busca de *10-baggers*, a diferencia de los de mayor edad, que viven de los resultados de sus inversiones. Por otro lado, los jóvenes disponen de más tiempo para experimentar y cometer errores antes de dar con esas inversiones que marcan la carrera de un inversor. Las circunstancias varían tanto de una persona a otra que cualquier análisis ulterior sobre este tema deberá llevarlo a cabo cada uno.

## Regar las malas yerbas

En el próximo capítulo explicaré lo que sé acerca de cuándo es recomendable vender una acción, pero aquí me gustaría referirme a las ventas como parte de la gestión de una cartera. Constantemente reviso los valores y las historias de las empresas, y ajusto al alza o a la baja mis posiciones a medida que cambian las circunstancias. Pero no voy a efectivo, salvo que lo necesite para hacer frente a las amortizaciones anticipadas. Liquidar las inversiones significaría salir del mercado. Mi intención es quedarme para siempre en el mercado, e ir moviendo el dinero de un valor a otro en función de las circunstancias. En mi opinión, la decisión de que cierta cantidad invertida en el mercado bursátil permanecerá siempre en él ahorra muchas angustias y movimientos inoportunos.

Hay inversores que sistemáticamente venden sus valores «ganadores» —los que suben— y se quedan con los «perdedores» —los que bajan—, lo que viene a ser como arrancar las flores y regar las malas yerbas. Hay otros que venden automáticamente los perdedores y se quedan con los ganadores, con resultados no mucho mejores. El error de ambas estrategias es que toman como indicador del valor fundamental de una empresa las fluctuaciones de sus acciones. (Cuando en 1972 las acciones de Taco Bell se desplomaron, a la empresa no le ocurría nada malo, solo a sus acciones. Taco Bell, la empresa en sí, iba bien). Tal como hemos visto, el precio de una acción en un momento dado no nos dice absolutamente nada de las perspectivas de la empresa en el futuro, y en algunos casos va en sentido opuesto al de sus fundamentales.

Mejor estrategia, en mi opinión, es mover el dinero de un valor a otro en función de lo que ocurre con su precio en relación con su historia. Por ejemplo, si una estable ha subido un 40 por ciento —lo cual es todo lo que esperaba ganar con ella— y no ha sucedido nada extraordinario que me haga esperar nuevas sorpresas agradables por su parte, vendo ese valor y lo sustituyo por otra estable que me guste y que no haya subido. En las mismas circunstancias, si usted no desea vender todas las acciones de esa compañía puede vender solo una parte.

Si se mueve bien el dinero entre distintos valores estables con resultados modestos se pueden obtener las mismas ganancias que con valor de rendimiento espectacular: seis movimientos consecutivos con una ganancia compuesta del 30 por ciento son mejores que una *4-bagger*, y si la ganancia de cada operación fuera del 25 por ciento se quedarían solo un poco por debajo.

En el caso de las empresas de alto crecimiento conservo las acciones mientras se incrementan los beneficios, el proceso de expansión sigue en marcha y no surgen inconvenientes. Cada varios meses reviso su evolución como si fuera la primera vez que tengo noticia de ella. Si tengo en cartera dos valores de alto crecimiento y veo que el precio de uno ha subido un 50 por ciento, pero su historia empieza a sonar dudosa, muevo el dinero hacia el segundo valor, aunque su precio haya bajado o no

se haya movido, si su historia suena mejor.

Lo mismo puede decirse de las acciones de empresas cíclicas y recuperables. Hay que salir de las inversiones cuando los fundamentales se han deteriorado y el precio ha subido, y llevar el dinero a valores que ofrezcan mejores fundamentales y cuyo precio sea bajo.

Una caída de precio de un buen valor solo es una tragedia si se vende al precio devaluado y no se vuelve a comprar. Para mí, una caída de precios es una oportunidad para buscar gangas entre valores que han dado mal rendimiento en otras carteras o que no terminan de arrancar pero resultan prometedores.

*Si usted no logra convencerse de que «cuando pierdo un 25 por ciento, compro» y desterrar para siempre la fatal idea de que «cuando pierdo un 25 por ciento, vendo», nunca logrará unas ganancias decentes en la bolsa.*

Por motivos que a estas alturas deberían resultar obvios, siempre he detestado las «órdenes de stop», esas salidas automáticas a un precio prefijado, por regla general un 10 por ciento menos que el precio de compra. Es cierto que al fijar una «orden de stop» se limitan las pérdidas al 10 por ciento, pero dada la volatilidad existente hoy en día en el mercado, casi todos los valores llegan al stop. Es curioso ver cómo las órdenes de stop parecen garantizar que el valor caerá un 10 por ciento y se venderá, de modo que en lugar de protegerse frente a las pérdidas el inversor las convierte en un resultado casi seguro. ¡Usted se habría perdido diez veces Taco Bell si hubiera puesto órdenes de stop!

Una cartera con órdenes de stop al 10 por ciento es una cartera predestinada a perder exactamente esa cantidad. Cuando se pone un stop en una acción se está admitiendo que se está dispuesto a vender por debajo de su precio actual.

Resulta igualmente curiosa la tendencia de los precios a dispararse después de tocar el stop, justo cuando el inversor supuestamente prudente se acaba de apear. Sencillamente, no hay forma de protegerse de las pérdidas mediante órdenes de stop, ni de asegurarse objetivos artificiales como ciertos niveles mínimos de ganancia. Si yo hubiera creído en el lema «vende cuando doblas la inversión», no hubiera logrado un solo valor ganador y no me hubieran ofrecido la oportunidad de escribir un libro. Espere a ver qué sucede —siempre y cuando la historia original siga teniendo sentido, o mejore— y en pocos años se sorprenderá de los resultados.

## El mejor momento para comprar y vender

Después de todo lo que he dicho hasta aquí, no querría sonar como una especie de predictor del mercado y decirle que hay tal cosa como el mejor momento para comprar acciones. El mejor momento para comprar una acción es cuando usted se haya convencido de que ha encontrado un buen producto a buen precio, exactamente igual que en unos grandes almacenes. Sin embargo, hay dos períodos en las que resulta más probable encontrar chollos.

El primero de ellos es durante ese curioso ritual que se repite a finales de cada año: la venta por compensación fiscal. No es casualidad que las mayores caídas de bolsa se hayan producido entre octubre y diciembre. Después de todo, es tiempo de vacaciones y los brókers necesitan tanto como cualquier otro un poco más de dinero para gastar, de modo que tienen un motivo extra para hacer una llamada y preguntar a sus clientes qué desearían vender para generar pérdidas fiscales. Por alguna razón, hay inversores que están encantados de obtener pérdidas fiscales, como si se tratara de una oportunidad de oro o de algún tipo de regalo; no se me ocurre ninguna otra situación en la que perder sea tan celebrado.

A los inversores institucionales también les gusta tirar por la borda a finales de año aquellos valores que les han acarreado pérdidas, para dejar sus carteras saneadas de cara a exámenes venideros. Todo este cúmulo de ventas empujan hacia abajo los precios de las acciones, especialmente los de las emisiones de menor precio, ya que una vez se alcanza el umbral de 6 dólares por acción los títulos ya no pueden ser usados como garantía por quienes operan a crédito desde una cuenta de margen. Los operadores de cuentas de margen venden sus títulos baratos, igual que los inversores institucionales, los cuales apenas pueden tenerlos en cartera sin violar una u otra restricción. Las ventas generan más ventas, haciendo que productos perfectamente válidos alcancen precios de locura.

Si uno dispone de un listado de empresas en las que desea invertir solo en caso de que baje su precio, finales de año es una época que se presta a encontrar las gangas que uno andaba buscando.

El segundo periodo es cuando el mercado se colapsa, cae, eructa, tropieza o se desploma, tal como sucede cada unos cuantos años. Si se tiene el valor y la presencia de ánimo para comprar en esos momentos de pánico, cuando el estómago dice «vende», se encuentran oportunidades que parecerían imposibles. A menudo, los profesionales están demasiado ocupados o limitados para reaccionar con rapidez en las quiebras del mercado, pero vea qué clase de sólidas empresas con excelentes tasas de incremento de beneficios se podían comprar en las últimas situaciones de este tipo:

**Grandes empresas que ofrecieron una segunda oportunidad en situaciones de crisis**

Crisis	Cotización máxima	Cotización mínima	Cotización máxima en 1987
<b>1972-1974</b>			
Genuine Parts	15 dólares	4 dólares	44,375 dólares
General Cinema	3,5	30 centavos	33,75
Teledyne	11	3	390
Abbott Labs	5	1,875	67
Bristol-Myers	8	4	55
Cap Cities	34	9	450
Heinz	5,25	3	51,75
McDonald's	15	4	61,125
Philip Morris	17,5	8,5	124,5
Merck	17	7	74,75
<b>1976-1978 (no tan severa)</b>			
GE	15	11	66,375
Marriott	3,75	1,75	44,75
<b>1981-1982</b>			
Gannett	15	10	56
John Harland	6,5	4	30,75
<b>1983-1984</b>			
Browning-Ferris	12	6,5	36
The Limited	10	5	53
Anheuser-Busch	12	9	40
NCR	34	22	87
Waste Management	16	7	48

### El crac de 1987

La venta masiva de títulos de octubre de 1987 fue un buen momento para comprar muchas de las empresas que he mencionado a lo largo de este libro. La caída de 1000 puntos que se produjo entre verano y otoño se lo llevó todo por delante, pero en el mundo real todas las empresas que aparecen en la lista siguiente gozaban de buena salud, eran rentables y nunca dieron un traspié. Muchas de ellas se recuperaron rápidamente, y yo aproveché la situación tanto como pude. En la primera ocasión se me había escapado Dreyfus, pero no esta vez (si me engañas una vez, la culpa es tuya; si lo haces dos veces, la culpa es mía). Dreyfus se había desplomado hasta los 16 dólares y disponía de 15 dólares en efectivo después de deudas, de modo que ¿dónde estaba el riesgo? Además del efectivo, Dreyfus se había beneficiado de la crisis, ya que muchos inversores habían salido del mercado bursátil para refugiarse en el mercado monetario en el que opera Dreyfus.

Crack de 1987	Máximo de 1987	Mínimo de 1987	Octubre de 1988
Wal-Mart	41 dólares	20 dólares	31,375 dólares
Dreyfus	45	16	25,625
Albertson's	34	21	36,125
Home Depot	28	12,5	28,375
Student Loan Marketing	88	62	83,875
Toys "R" Us	42	22	38,25
Coca-Cola	53	28	43,125
Pier 1	14	5	11,25
Inco	24	14	28,625
Envirodyne	29,25	10,875	26

## Cuándo vender

Hasta el inversor más racional y sereno es susceptible de dejarse influenciar por los escépticos que gritan «vende» antes de que sea el momento de hacerlo. Lo sé bien. En más de una ocasión me he dejado convencer para dejar escapar algunas 10-baggers.

Poco después de asumir la gestión de Magellan en mayo de 1977 empecé a interesarme por Warner Communications. Se trataba de una recuperable muy prometedora, procedente de un conglomerado que se había *diempeorado*. Basándome en la confianza que me generaban sus fundamentales, invertí un 3 por ciento del fondo en Warner a un precio de 26 dólares.

Unos días más tarde me llamó un analista técnico que cubre Warner. Personalmente no presto demasiada atención a esa ciencia de los altibajos, pero le pregunté su opinión al respecto, solo por educación. Sin un instante de vacilación, me dijo que este valor estaba «extremadamente extendido». Esas palabras se me han quedado grabadas en la mente. Uno de los principales problemas de los consejos sobre bolsa es que, sean acertados o no, se quedan incrustados en el cerebro. No hay manera de deshacerse de ellos, y puede que un día, en algún momento, uno descubra que los está tomando en consideración.

Seis meses más tarde Warner había subido de 26 dólares a 32 dólares. Empecé a preocuparme. «Si Warner estaba extremadamente extendida a 26 dólares», pensé para mis adentros, «entonces a 32 dólares debe estar hiperextendida». Revisé sus fundamentales, y no se había producido ningún cambio relevante como para rebajar mi entusiasmo, así que resistí. Más adelante el precio de la acción alcanzó los 38 dólares. Y entonces, al margen de todo razonamiento consciente, me puse a vender masivamente. Supongo que llegué a la conclusión de que algo que a 26 dólares está extendido, y a 32 hiperextendido, cuando llega a 38 dólares necesita un calificativo con tres prefijos.

Por supuesto, después de vender las acciones siguieron con su tendencia al alza, cotizando a 50 dólares, a 60 dólares y a 70 dólares, hasta superar los 180 dólares. Incluso después de sufrir las consecuencias del fiasco de Atari, con una devaluación de un 60 por ciento entre 1983 y 1984, las acciones seguían cotizando al doble de los 38 dólares que fueron mi precio de salida. Espero haber aprendido la lección.

Otra de mis salidas prematuras fue con Toys "R" Us, ese estupendo valor de alto crecimiento del que ya he alardeado antes. En 1978, cuando Toys "R" Us se quitó de encima Interstate Department Stores (un auténtico lastre) durante el procedimiento concursal de esta última (sus acreedores recibieron como pago acciones de la nueva Toys "R" Us), la empresa ya había demostrado su solidez y rentabilidad expandiéndose por varios centros comerciales. Había pasado la prueba del éxito en un lugar, y luego la de su reproducción en otro lugar. Hice los deberes, visité sus tiendas y adquirí una gran participación a un precio ajustado a particiones de 1 dólar por acción. En 1985, cuando Toys "R" Us alcanzó los 25 dólares por acción, se trataba de una *25-bagger* para algunos. Por desgracia, este «algunos» no me incluía a mí, ya que había vendido antes de hora. Y lo hice porque en algún momento leí que un inversor muy listo llamado Milton Petrie, uno de los decanos del comercio minorista, había comprado el 20 por ciento de Toys "R" Us, y que eso estaba empujando al alza el precio de las acciones. La conclusión lógica, pensé, era que cuando Petrie terminara de comprar el precio bajaría. Petrie dejó de comprar a 5 dólares.

Compré a 1 dólar y salí a 5 dólares, una *5-bagger*, así que ¿de qué puedo quejarme? A todos nos enseñan los mismos dichos: «Saca los beneficios mientras puedas», y «siempre es mejor una ganancia segura que una posible pérdida». Pero cuando uno ha encontrado la acción adecuada, la ha comprado, todos los indicadores dicen que subirá y el viento sopla a favor, no tiene perdón que venda. Quintuplicar una inversión significa pasar de 10 000 dólares a 50 000 dólares, pero si se quintuplica por segunda vez 10 000 dólares se transforman en 250 000 dólares. Invertir en un *25-bagger* no es habitual ni siquiera entre los gestores de fondos, y a un particular le puede ocurrir una o dos veces en la vida. Y cuando se tiene una en las manos, hay que sacarle el máximo provecho. Eso fue lo que hicieron los clientes de Peter deRoeth, que fue quien me habló por primera vez de Toys "R" Us. Su fondo aguantó el tirón hasta el final.

Me las apañé para repetir el error con Flowers, una empresa panadera, y reincidí una vez más con Lance, una empresa de galletas. En ambos casos alguien me comentó que la empresa era una posible candidata a una absorción, y estuve esperando a que se produjera la operación hasta que me cansé y me deshice de sus acciones. Es fácil imaginar lo que sucedió después de vender. En esta ocasión la lección fue que no debí preocuparme tanto por si mi rentable empresa panadera era o no absorbida. De hecho, debería haber estado encantado de que siguiera siendo independiente.

Ya he comentado antes que casi me quedo sin comprar La Quinta porque un alto

responsable de la compañía había estado vendiendo sus acciones de la empresa. No comprar porque un alto responsable de la empresa ha comenzado a vender puede ser un error del mismo calibre que vender porque alguien de fuera (Petrie) ha dejado de comprar. En el caso de La Quinta hice caso omiso a estas tonterías, y me alegra de ello.

De buen seguro que existen otros ejemplos de meteduras de pata por mi parte que he olvidado oportunamente. Por lo general, resulta más complicado conservar un buen valor tras una subida que seguir creyendo en él tras una bajada. En la actualidad, si tengo la impresión de que me arriesgo a meter la pata echo la vista atrás para revisar qué me motivó a entrar en esa inversión.

### **El efecto martilleo**

Esta es una de aquellas cuestiones en las que un inversor aficionado es tan vulnerable a la locura como uno profesional. Nosotros tenemos a colegas expertos que nos susurran al oído; y usted tiene amigos, parientes, brókers y toda una colección de factótums que pueblan los medios de comunicación.

Tal vez usted haya escuchado ya alguna vez eso de «Enhorabuena: no sea avaricioso». Se trata de cuando su bróker le llama por teléfono para decirle: «Enhorabuena, ha doblado su inversión con ToggleSwitch, pero no seamos avariciosos. Vendamos ToggleSwitch y probemos con KinderMind». De modo que vende ToggleSwitch, que continúa subiendo mientras KinderMind va a la quiebra, llevándose por delante todas sus ganancias. Entretanto, el bróker se lleva una comisión de ambas transacciones, de modo que cada vez que da la enhorabuena cobra por duplicado.

Aparte de lo que pueda decirle su bróker, cada tontería que uno escucha sobre el sector bursátil penetra en la mente tal como lo hizo en la mía la idea de que «Warner está extremadamente extendida». Hoy en día las tonterías se han convertido en un estruendo ensordecedor.

Cada vez que se enciende el televisor aparece alguien proclamando que los bancos van bien en bolsa y las compañías aéreas mal, que las energéticas son cosa del pasado y que las S&L están condenadas. Si al sintonizar la radio usted escucha el comentario casual de que un sobrecalentamiento de la economía japonesa destruiría el mundo, la próxima vez que el mercado caiga un 10 por ciento le vendrán a la mente esas palabras, y el miedo le podría llevar a vender sus acciones de Sony y de Honda, e incluso las de Colgate-Palmolive, que ni es cíclica ni es japonesa.

Hoy aparecen entrevistas a astrólogos junto a entrevistas a economistas de Merrill Lynch, y ambos dicen cosas contradictorias que sin embargo suenan igual de convincentes: no es extraño que reine la confusión.

Últimamente hemos tenido que lidiar con el efecto martilleo. Un mensaje particularmente ominoso se repite una y otra vez hasta que resulta imposible

desprenderse de él. Hace un par de años, se martilleaba cierta idea acerca de la oferta monetaria M1. En mis tiempos del servicio militar, un M1 era un rifle, y entendí el concepto. De repente, M1 pasó a ser un dígito crucial del que dependía todo el futuro de Wall Street, y no sería capaz de explicar en qué consistía. ¿Se acuerda de One Hour Martinizing? Tampoco había nadie que pudiera explicar qué era, y millones de clientes habituales de lavado en seco nunca lo preguntaron. Quizá en realidad M1 significa Martinizing One, y alguien del Consejo de Asesores Económicos lo utilizó para poner en marcha un negocio de limpieza en seco. No importa, pero lo cierto es que durante meses en las noticias se hablaba de algo referente a un crecimiento excesivamente rápido del M-1, y cundió la preocupación de que ello pudiera suponer el hundimiento de la economía y una amenaza para el mundo. ¿Qué mejor motivo para vender acciones que «el incremento del M1»? Aunque no se supiera muy bien qué era el M1.

De repente no se oyó nada más acerca del temido aumento de la oferta monetaria M1, y nuestra atención fue reorientada hacia la tasa de descuento que aplica la FED a los bancos miembros. ¿Cuánta gente sabe qué es esto? Una vez más, yo no. ¿Cuánta gente sabe a qué se dedica la FED? William Miller, que en su día ocupó la presidencia de la FED, afirmó que el 23 por ciento de los estadounidenses creían que la Reserva Federal era una reserva india; el 26 por ciento, que era una reserva de fauna salvaje; y el 51 por ciento, que era una marca de whisky.

Y sin embargo, cada viernes por la tarde (antes era el jueves por la tarde, hasta que empezó a haber demasiados empujones en la sede de la FED para obtener con antelación el número de apertura de la bolsa el viernes) la mitad de los inversores profesionales estaban fascinados con las noticias acerca de los últimos datos de la oferta monetaria, y a consecuencia de ello los precios de las acciones oscilaban arriba y abajo. ¿Cuántos inversores dejaron de lado buenos valores porque escucharon que una mayor tasa de incremento de la oferta monetaria hundiría el mercado bursátil?

Más recientemente, se nos ha advertido (y no sigo ningún orden en particular) que un incremento del precio del petróleo es algo terrible, y su rebaja también lo es; que un dólar fuerte es un mal presagio, y que un dólar débil también lo es; que una caída de la oferta monetaria es motivo de alarma, y que su incremento también lo es. La inquietud por los indicadores de la oferta monetaria ha sido sustituida por grandes temores acerca de los déficits presupuestarios y comerciales, y seguro que otros miles de inversores habrán tirado por la borda sus acciones como resultado.

## **El verdadero momento de vender**

Si el mercado no puede indicarnos el momento adecuado para vender, entonces ¿qué puede hacerlo? Ninguna fórmula simple puede resolver una cuestión así. «Hay que vender antes de que suban los tipos de interés», o bien «Hay que vender antes de la próxima recesión» son consejos que valdría la pena tener en cuenta, en caso de que

pudiéramos saber cuándo iban a ocurrir esas cosas, pero al no poder saberlo ambos se convierten en frases huecas también.

Con el tiempo, he aprendido a resolver la cuestión de cuándo vender de la misma forma que resuelvo la de cuándo comprar. No tengo en consideración las condiciones económicas externas, exceptuando algunas circunstancias obvias que sé con certeza que afectarán de una determinada manera a una determinada actividad. Cuando baja el precio del petróleo, obviamente se ven afectadas las empresas petroleras, pero no las farmacéuticas de medicamentos con receta. Entre 1986 y 1987 vendí mis participaciones en Jaguar, Honda, Subaru y Volvo al convencerme de que la caída del dólar mermaría los ingresos de las empresas de automoción extranjeras que venden un alto porcentaje de sus vehículos en Estados Unidos. Sin embargo, en nueve de cada diez casos vendo cuando la empresa 380 tiene una historia mejor que la empresa 212, especialmente cuando la historia de esta última empieza a sonar poco creíble.

En cualquier caso, si uno conoce los motivos que le llevaron a realizar una compra, también puede hacerse mejor la idea de cuándo es el momento de decir «adiós». Repasemos, categoría por categoría, algunos de los indicadores para vender.

### ***Cuándo vender un valor de bajo crecimiento***

Para este tipo de valores no puedo ser de gran ayuda, en primer lugar porque no tengo muchos en cartera. En caso de comprarlos, vendo cuando se han revalorizado entre un 30 y un 50 por ciento, o bien cuando sus fundamentales se han deteriorado, aun cuando el precio haya bajado. Otras señales son las siguientes:

- Durante dos años seguidos la empresa ha perdido cuota de mercado y está por cambiar de agencia de publicidad.
- No se desarrollan nuevos productos, se recorta el gasto en investigación y desarrollo, y da la impresión de que la empresa se duerme en los laureles.
- Dos adquisiciones recientes de la empresa en sectores no relacionados con el suyo tienen todo el aspecto de *diempeoraciones*, y anuncia su intención de realizar nuevas adquisiciones de empresas «en la vanguardia tecnológica».
- La empresa ha pagado tan caras sus adquisiciones que su balance ha pasado de millones en efectivo y ninguna deuda a nada de efectivo y millones de deuda. Esto significa que se han quedado sin fondos de reserva para recomprar acciones, aunque el precio caiga drásticamente.
- La rentabilidad de los dividendos no es lo bastante alta como para atraer a los inversores, aun cuando la acción cotice a un precio inferior.

### ***Cuándo vender un valor estable***

Por regla general sustituyo este tipo de acciones por otras de su misma categoría. No tiene sentido buscar una *10-bagger* entre valores estables, y cuando el precio sobrepasa la línea de las ganancias, o cuando el PER está muy por encima de su valor normal, cabe pensar en la posibilidad de vender y volver a comprar después de que baje de precio (o bien comprar otro valor, que es lo que yo hago).

Otras señales para vender:

- Los productos introducidos en los últimos dos años han tenido resultados irregulares, y a los que están en fase de prueba les falta más de un año para estar en el mercado.
- La acción tiene una PER de 15, mientras que otras compañías del sector de calidad similar tienen una PER de 11 o 12.
- Ningún alto cargo de la empresa ha comprado acciones durante el último año.
- Una división de gran peso que aporta el 25 por ciento de los beneficios se puede ver afectada por una crisis que ya ha empezado (en construcción de viviendas nuevas, extracción de petróleo, etc.).
- La tasa de crecimiento de la empresa se ha reducido, y aunque logra mantener los beneficios a base de reducir costes las posibilidades de rebajar más los gastos en el futuro son limitadas.

### ***Cuándo vender un valor cíclico***

El mejor momento para vender es cuando se acerca el final del ciclo, pero ¿quién sabe cuándo va a ocurrir eso? Más aún, ¿quién sabe de qué ciclos estamos hablando? A veces la gente más enterada empieza a vender valores cíclicos un año antes de que aparezca una sola señal de que la empresa vaya a entrar en declive. El precio de estos títulos empieza a caer sin razón aparente alguna.

Para entrar en este juego y obtener buenos resultados hay que entender sus extrañas reglas de funcionamiento. Estas son las que hacen que estos valores sean tan engañosos. En el sector de defensa, que se comporta de modo cíclico, el precio de General Dynamics cayó una vez un 50 por ciento mientras la empresa estaba incrementando sus beneficios. Sucedió que los observadores de ciclos más perspicaces estaban vendiendo para anticiparse a la estampida.

A parte del final del ciclo, el mejor momento para vender una acción cíclica es cuando algo empieza a ir mal realmente. Por ejemplo, los costes empiezan a subir. Las plantas existentes trabajan a pleno rendimiento y la empresa comienza a invertir para aumentar su capacidad productiva. Sea lo que sea aquello que le convenció para comprar el valor XYZ en algún momento entre su última bajada y su ultimísima subida, debería darle también alguna pista para saber cuándo ha terminado esta fase de expansión.

Una señal clara para vender es la acumulación de existencias y la incapacidad de la empresa para darles salida, lo que anuncia una reducción futura de los precios y los beneficios. Yo siempre presto mucha atención al incremento de los inventarios. Cuando el aparcamiento se llena de material, no cabe duda de que ha llegado la hora de vender. De hecho, puede que sea algo tarde ya.

Otro indicio es la caída de los precios de las materias primas. Por regla general, el precio del petróleo, del acero, etc. empezará a bajar meses antes de que los problemas se dejen notar en los beneficios. Otra referencia útil es que el precio futuro de una materia prima sea inferior al precio vigente o al «precio spot». Quien contara en su momento con la ventaja adecuada para saber cuándo comprar una cíclica, contará con ella también para detectar el cambio de precios.

La competencia entre empresas también es una mala señal para las cíclicas. Cuando entra un nuevo actor en un sector trata de captar clientes a base de bajar precios, lo cual hace que los demás revisen a la baja sus precios también y reduce los beneficios de todos los productores. Mientras la demanda de níquel sea fuerte y nadie rivalice con Inco, todo irá viento en popa, pero Inco tendrá un problema tan pronto como caiga la demanda o un nuevo productor de níquel entre en el mercado.

Otros signos:

- Un par de convenios importantes con los sindicatos expiran durante los próximos doce meses y los líderes sindicales reclaman la plena restitución del salario y las prestaciones a los que habían renunciado la última vez.
- Decae la demanda final del producto.
- La empresa ha duplicado sus inversiones de capital para construir una nueva planta puntera en el sector, en lugar de modernizar las plantas existentes a menor coste.
- La compañía ha hecho esfuerzos para reducir costes, pero aun así no puede competir con los productores extranjeros.

### ***Cuándo vender un valor de alto crecimiento***

En este caso la clave está en no perder las 10-baggers potenciales. Por otro lado, si la empresa se va al traste y los beneficios empeoran, lo mismo ocurrirá con el PER que los inversores auparon con sus compras. Se trata de un doble varapalo muy caro para el bolsillo de los accionistas fieles.

Tal como expliqué anteriormente, lo más importante que debe vigilarse aquí es el final de la segunda fase de crecimiento rápido.

Si The Gap ha dejado de abrir nuevas tiendas, las existentes empiezan a envejecer y sus hijos se quejan de que no tiene ropa vaquera lavada con ácido, que es la última moda, probablemente haya llegado el momento de pensar en vender. Si cuarenta analistas de Wall Street colocan esta acción en el primer lugar de sus

recomendaciones, el 60 por ciento del accionariado está en manos de instituciones, y tres revistas de tirada nacional han colmado de elogios a su consejero delegado, sin lugar a dudas es hora de pensar en vender.

Los mismos rasgos que definen los «Valores que es mejor evitar» (véase el capítulo 9) valen para los «Valores que es mejor vender».

A diferencia de los valores cíclicos, en los que el PER se reduce hacia el final del ciclo, en una empresa de crecimiento este indicador normalmente no hace más que subir, llegando incluso a valores absurdos y sin lógica alguna. Cabe recordar los casos de Polaroid y Avon Products. ¿Tiene sentido un PER de 50 veces para empresas de este tamaño? Cualquier niño avisado de cuarto de primaria podía suponer que era el momento de vender. ¿Podía vender Avon mil millones de frascos de perfume? ¿Cómo iba a ser posible, si una de cada dos amas de casa estadounidenses era representante de Avon?

Usted podría haber vendido Holiday Inn cuando su precio llegó a 40 veces sus beneficios con la confianza de que la fiesta había terminado, y habría acertado de lleno. Cuando en cualquier autopista importante de Estados Unidos usted podía ver una franquicia de Holiday Inn cada treinta kilómetros, y si viajaba hasta Gibraltar encontraba una a los pies del Peñón, había llegado la hora de empezar a preocuparse. ¿Dónde más podían establecerse? ¿En Marte?

Otros signos:

- Las ventas de una misma tienda han caído un 3 por ciento durante el último trimestre.
- Las nuevas tiendas ofrecen resultados decepcionantes.
- Dos altos directivos y varios empleados clave han abandonado la empresa para ir a una rival.
- La empresa acaba de cerrar una gira de dos semanas y doce ciudades presentando a bombo y platillo una historia extremadamente positiva ante inversores institucionales.
- Las acciones ofrecen un PER de 30 veces, mientras que las previsiones más optimistas para los próximos dos años arrojan un crecimiento de los beneficios del 15-20 por ciento.

### ***Cuándo vender un valor recuperable***

El mejor momento para vender una empresa recuperable es cuando la recuperación ha terminado. Los problemas están superados y todo el mundo lo sabe. La empresa ha vuelto a ser la que era antes de caerse a pedazos: una empresa de crecimiento, cíclica o lo que fuera. De nuevo, los accionistas no se avergüenzan de su compañía. Si la recuperación ha sido un éxito hay que clasificar de nuevo el valor.

Chrysler entraba dentro de la categoría de recuperable cuando estaba a 2 dólares, a 5 dólares y a 10 dólares (ajustado a particiones), pero ya no cuando a mediados de 1987 cotizaba a 48 dólares. Por entonces la deuda estaba pagada y se había hecho limpieza de todo lo que no funcionaba, así que Chrysler volvía a ser una sólida empresa automovilística de comportamiento cíclico. Sus acciones pueden subir, pero es improbable que multipliquen por diez su valor. Al llegar a este punto Chrysler debe observarse como si se tratara de General Motors, Ford, o cualquier otra empresa próspera. Si es partidario del sector automovilístico, quédate con Chrysler. Todas sus divisiones funcionan bien, y con la absorción de American Motors ha ganado cierto potencial a largo plazo, a la vez que algunos problemas nuevos a corto. Pero si su especialidad son los valores recuperables, venda Chrysler y búsquese otro.

General Public Utilities (GPU) era una empresa recuperable cuando cotizaba a 4 dólares, a 8 dólares y a 12 dólares, pero después de que volviera a entrar en servicio su segunda unidad nuclear, y tras el acuerdo alcanzado con otras empresas del sector para pagar conjuntamente la limpieza de Three Mile Island, GPU volvió a ser una compañía eléctrica de primer nivel. Ya nadie piensa en la desaparición de GPU. Es posible que sus acciones, hoy a 38 dólares, lleguen a los 45 dólares, pero lo que es seguro es que no cotizarán a 400 dólares.

Otros signos:

- La deuda se había reducido durante cinco trimestres consecutivos, pero según el último informe trimestral acaba de aumentar en 25 millones de dólares.
- La tasa de aumento de los inventarios duplica el de las ventas.
- El PER está inflado con respecto a los beneficios previstos.
- La división más importante de la compañía vende el 50 por ciento de su producción a su cliente principal, y este sufre una caída en sus propias ventas.

### ***Cuándo vender un valor de activo oculto***

En los últimos tiempos, lo mejor es esperar a que llegue el depredador. Si es cierto que hay activos ocultos, Saul Steinberg, los Haft o los Reichmann terminarán por descubrirlo. Mientras la compañía no se emborrache de deuda, devaluando con ello los activos, habrá que seguir ahí.

Alexander & Baldwin posee, entre otros activos, 96 000 acres de terreno en Hawái y los derechos exclusivos de transporte de la isla. Mucha gente pensaba que su precio de 5 dólares por acción (ajustado a particiones) debía ser mucho más alto. Estos inversores se armaron de paciencia, pero pasaban los años y no ocurría nada. Hasta que un día apareció un tal Harry Weinberg y compró un 5 por ciento de las acciones, después un 9 por ciento, y por último llegó hasta el 15 por ciento. Esto animó a comprar a otros inversores, puesto que Weinberg también lo hacía, llegando a una cotización máxima de 32 dólares, antes de caer hasta los 16 dólares durante las

ventas masivas de octubre de 1987. Sin embargo, siete meses más tarde estaba de nuevo en 30 dólares.

Lo mismo ocurrió con Storer Broadcasting, y más adelante con Disney. Esta última era una empresa aletargada desconocedora de su propio valor hasta que apareció Steinberg y supo motivar a los directivos para que «dieran valor a los accionistas». De todos modos, Disney ya había empezado a moverse en la buena dirección. Ha sido un enorme acierto dejar de lado las películas de animación para dirigirse a un público más amplio y adulto. El canal Disney y el parque temático de Japón han sido dos éxitos rotundos, y existen buenas expectativas para el parque temático europeo. Con su insustituible filmoteca y sus propiedades inmobiliarias en Florida y California, Disney es a la vez un valor de activo oculto, de crecimiento y recuperable.

Ya no es necesario esperar a tener nietos para que se descubra un activo oculto. Antes, era normal que uno esperara sentado toda su vida a que una acción infravalorada hiciera algún movimiento. En la actualidad el valor de los accionistas se incrementa con mayor rapidez, gracias a la tropa de millonarios que deambulan en busca del menor indicio de un activo infravalorado. (Hace algunos años Boone Pickens se presentó en nuestra oficina y nos expuso paso por paso cómo se podía absorber una empresa como Gulf Oil. Yo presté atención a su argumentación, bien razonada, e inmediatamente llegué a la conclusión de que era imposible. Pensé que Gulf Oil era demasiado grande para ser adquirida... hasta el día que Chevron lo hizo. Ahora puedo creerme que cualquier cosa sea el blanco de una absorción, incluidos los continentes).

Con tanto depredador suelto la cosa se ha puesto cada vez más difícil para los aficionados en busca de valores de activo oculto, pero saber cuándo vender es un juego de niños. No hay que vender mientras no hagan acto de presencia los hermanos Bass, y si no son los hermanos Bass será Steinberg, Icahn, los Belzberg, los Pritzker, Irwin Jacobs, *sir* James Goldsmith, Donald Trump, Boone Pickens, o quizá incluso Merv Griffin. Después de eso se producirá una absorción, una guerra de ofertas o una compra apalancada, cuyo resultado será doblar, triplicar o cuadruplicar el precio de las acciones.

Otros indicios de que ha llegado el momento de vender:

- A pesar de que las acciones cotizan por debajo del precio real de mercado, la dirección ha anunciado que emitirá un 10 por ciento adicional de títulos para contribuir a financiar un programa de diversificación.
- La venta de una división por la que se esperaban obtener 20 millones de dólares solo ha aportado 12 millones.
- La rebaja del impuesto de sociedades reduce considerablemente el valor de la amortización de pérdidas fiscales de la compañía.
- La participación institucional ha pasado del 25 por ciento hace cinco años al 60

por ciento a día de hoy, y los principales compradores han sido varios fondos de Boston.

## **Las doce tonterías más grandes (y más peligrosas) que se dicen sobre las cotizaciones bursátiles**

Vivo en estado de permanente asombro al escuchar cómo la gente, tanto los profesionales como los aficionados, explican el comportamiento de las acciones. Hemos avanzado mucho en la superación de la ignorancia y la superstición en campos como la medicina y la meteorología, nos burlamos de que nuestros antepasados culparan de las malas cosechas a los dioses del maíz, y nos preguntamos: «¿Cómo es posible que un hombre tan inteligente como Pitágoras pensara que los malos espíritus se esconden en las sábanas arrugadas?». Sin embargo, estamos completamente dispuestos a creer que los precios de las acciones pueden verse afectados por el equipo que gane la Super Bowl.

En mis idas y venidas de la facultad a mi trabajo veraniego en Fidelity, advertí por primera vez que hasta los profesores más inteligentes especializados en esta materia andan tan equivocados sobre el tema de los valores como Pitágoras sobre el de las camas. Desde entonces he escuchado una retahíla de teorías, a cuál más equivocada, que se han ido filtrando a la opinión pública. Son abundantes los mitos y las ideas erróneas, aunque yo me he limitado a seleccionar unas cuantas: estas son «Las doce tonterías más grandes que se dicen sobre las cotizaciones bursátiles», y que recojo aquí con la esperanza de que usted sea capaz de borrarlas de su mente. Es probable que algunas le resulten familiares.

### ***Si ya ha bajado tanto es que no puede bajar mucho más***

Esta es muy buena. Apostaría a que los propietarios de acciones de Polaroid repetían una y otra vez esta frase cuando sus títulos habían recorrido un tercio de la caída que empezó desde una cotización máxima de 143,5 dólares. Polaroid había sido una empresa sólida con una reputación impecable, de modo que cuando las ventas y los beneficios se desmoronaron, como ya hemos visto, muchos no se dieron cuenta de hasta qué punto estaba sobrevalorada. En lugar de eso siguieron asegurándose a sí mismos que «si ya ha bajado tanto es que no puede bajar mucho más», y probablemente también agregaron que «las buenas empresas siempre se recuperan», «en el mercado bursátil hay que ser paciente» y «no tiene sentido dejarse asustar si algo es bueno».

Seguro que en los hogares de los inversores se escuchaban estas frases una y otra vez, así como en los departamentos de gestión de fondos de los bancos, mientras Polaroid iba cayendo primero a 100 dólares, luego a 90 dólares y luego a 80 dólares. Cuando la cotización de Polaroid cayó por debajo de los 75 dólares los partidarios del

«no puede caer mucho más» debieron llegar a ser una pequeña multitud, y a 50 dólares debían repetir la frase la mitad de los accionistas que seguían ahí.

Los nuevos accionistas compraban títulos de Polaroid durante su caída basándose en la teoría de que no podían bajar mucho más, y seguro que muchos de ellos lo han lamentado, porque en realidad llegó a niveles mucho más bajos. En menos de un año este fantástico título cayó de 143,5 dólares a 14,12 dólares, y solo entonces la idea de «no puede caer mucho más» resultó ser cierta. Ya ve lo que da de sí la teoría del «no puede caer mucho más».

Simplemente, no hay ninguna regla que pueda decírnos *a priori* hasta dónde puede caer un valor. Aprendí esta lección de primera mano en 1971, cuando trabajaba como analista, entusiasta a la vez que inexperto, en Fidelity. Kaiser Industries había acumulado una caída de 25 dólares a 12 dólares. A recomendación mía, cuando el título llegó a los 11 dólares Fidelity compró cinco millones de acciones, uno de los mayores paquetes que jamás se habían intercambiado en toda la historia de la Bolsa de Estados Unidos. Tenía la plena certeza de que no había forma posible de que la acción bajara de los 10 dólares.

Cuando llegó a los 8 dólares, llamé a mi madre y le dije que saliera a comprar este valor, ya que era absolutamente inimaginable que Kaiser cotizara por debajo de 7,50 dólares. Por suerte mi madre no me hizo caso. Contemplé horrorizado cómo Kaiser se desintegraba y caía primero a 7 dólares, después a 6 dólares, hasta que en 1973 llegó a 4 dólares, punto en el que finalmente quedó demostrado que no podía bajar mucho más.

Los gestores de Fidelity aguantaron con sus cinco millones de acciones, basándose en la teoría de que si a 11 dólares Kaiser había sido una buena compra, a 4 dólares era una verdadera ganga. Yo había sido el analista que recomendó la compra, y en consecuencia tuve que asegurarles repetidamente que su balance era bueno. De hecho, nos animamos mucho al darnos cuenta de que, con solo 25 millones de acciones en circulación y a una cotización de 4 dólares, el conjunto de la empresa se estaba valorando en 100 millones de dólares. Por ese entonces, con ese dinero se podían comprar cuatro Boeing 747. A día de hoy, apenas llega para un aeroplano sin motor.

El valor en bolsa de Kaiser había caído tan bajo que esta poderosa empresa, cuyos activos incluían bienes inmobiliarios, aluminio, acero, cemento, astilleros, áridos, fibra de vidrio, ingeniería y radiodifusión, por no mencionar sus jeeps, se vendía por el precio de cuatro aviones. La compañía cargaba con muy poca deuda. Calculamos que incluso en el caso de que la empresa fuera liquidada, las acciones valían 40 dólares. En nuestros días hubiera sido asaltada y absorbida por algún depredador.

Poco tiempo después Kaiser Industries rebotó hasta 30 dólares la acción, pero ver la acción a 4 dólares poco antes me había quitado todas las ganas de anunciar en el futuro: «Es imposible que baje más».

## ***Siempre se sabe cuándo una acción ha tocado fondo***

La pesca de fondo es un entretenimiento habitual entre los inversores, pero frecuentemente es el pescador quien resulta pescado. Tratar de comprar un valor en caída libre en el momento que toca fondo es como hacer lo mismo con un cuchillo. Por regla general, lo mejor es esperar a que el cuchillo llegue al suelo, quede clavado, dejar que vibre un rato, y solo después intentar atraparlo. Coger una acción que cae con rapidez provoca sorpresas desagradables, pues inevitablemente se coge en el lugar inapropiado.

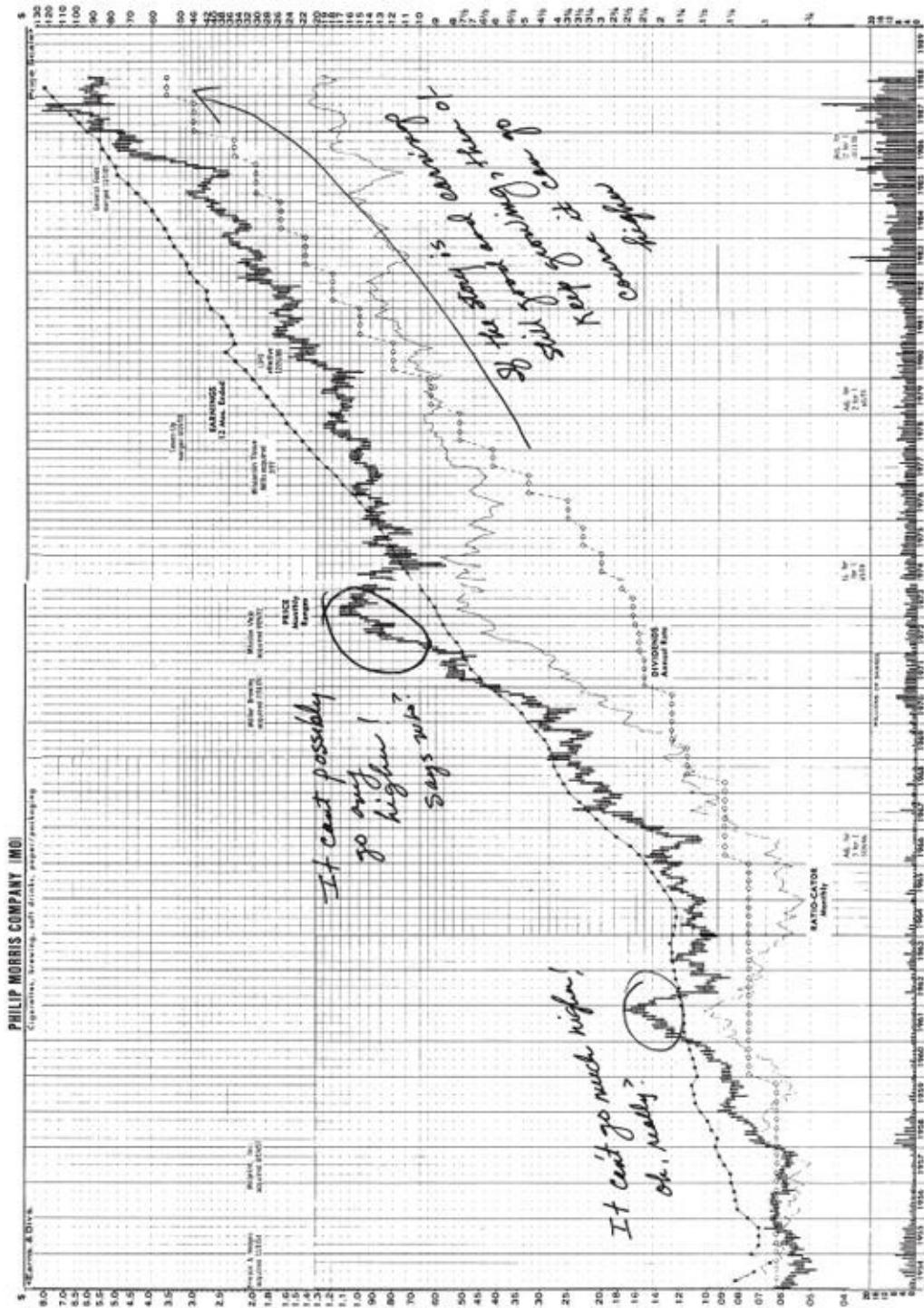
Si usted tiene interés en comprar un valor como recuperable, debería ser por alguna razón de más peso que la mera convicción de que su precio ha bajado tanto que ya le tocaría subir. Tal vez se ha dado cuenta de que el sector se está recuperando, o ha revisado el balance y ha visto que la empresa tiene 11 dólares por acción en efectivo mientras cotiza a 14 dólares.

Pero aun así, no tendrá manera de saber si el precio ha tocado fondo. Normalmente lo que sucede es que la acción vibra un poco, por decirlo así, antes de subir otra vez. Por regla general este proceso dura dos o tres años, a veces incluso más.

## ***Habiendo subido ya tanto, ¿cómo va a subir más?***

Muy cierto, salvo, por supuesto, que estemos hablando de Philip Morris o de Subaru. Que Philip Morris es uno de los mejores valores de todos los tiempos queda claro con el siguiente gráfico. Ya he comentado cómo Subaru nos podría haber hecho millonarios a todos, en caso de haberles comprado acciones en lugar de un coche.

Si usted hubiera comprado Philip Morris en los años cincuenta por un precio equivalente a 75 centavos la acción, la teoría de que no podía subir mucho más tal vez le hubiera tentado a vender cuando en 1961 cotizaba a 2,50 dólares. Once años más tarde, cuando la acción cotizaba a siete veces el precio de 1961 y 23 veces el de los años cincuenta, de nuevo podría haber concluido que Philip Morris no podía subir más. Pero de haber vendido en ese momento, se hubiera perdido la *7-bagger* que venía después de la *23-bagger* anterior.



Si alguien logró cabalgar a lomos de Philip Morris durante todo este recorrido vio cómo sus acciones valoradas en 75 centavos medraban hasta convertirse en 124,50 dólares, lo que significa que una inversión de 1000 dólares se convertía nada menos que en 166 000 dólares. Eso sin contar los 23 000 dólares en dividendos que hubiera ido recogiendo por el camino.

Si en algún momento me hubiera preguntado a mí mismo: «¿Cómo es posible que esta acción vaya a subir más?», jamás hubiera comprado Subaru después de que hubiera multiplicado por veinte su valor. Pero estudié los fundamentales de Subaru, me di cuenta de que su precio todavía era barato, compré acciones, y todavía pude multiplicar por siete lo invertido.

La conclusión es que no existe ningún límite que indique arbitrariamente cuánto puede subir una acción, y si su evolución es buena, los beneficios aumentan y los fundamentales siguen siendo buenos, considerar que «no puede subir mucho más» es una pésima razón para desdeñar un valor. Vergüenza debería darles a esos expertos que recomiendan a sus clientes vender automáticamente al doblar el capital. Haciendo esto nunca darán con una *10-bagger*.

Año tras año, valores como Philip Morris, Shoney's, Masco, McDonald's y Stop & Go han roto las barreras del «no puede subir mucho más».

Honestamente, nunca he sido capaz de prever qué valores van a multiplicar por diez la inversión y qué valores la van a multiplicar por cinco. Trato de mantenerlos mientras la historia sigue intacta, con la esperanza de llevarme una grata sorpresa. La sorpresa no es el éxito de la empresa, sino lo que muchas veces dan de sí sus acciones. Recuerdo que compré Stop & Go como una acción de perfil conservador, de las que pagan dividendos, pero sus fundamentales no paraban de mejorar y me di cuenta de que tenía entre manos un valor de alto crecimiento.

### ***A 3 dólares por acción, ¿qué puedo perder?***

¿Cuántas veces ha oído a la gente decir eso? Quizá incluso lo ha dicho usted mismo. Uno se encuentra con una acción que cotiza a 3 dólares y de inmediato piensa: «Es mucho más seguro que comprar títulos de 50 dólares».

Tuve que pasar veinte años en el sector antes de darme cuenta de que si un título baja hasta cero el inversor lo pierde todo, tanto si la acción cotizaba a 50 dólares como si cotizaba a 1 dólar. Si el mismo título pasa a valer cincuenta céntimos las consecuencias son algo distintas. El inversor que compró las acciones a 50 dólares pierde el 99 por ciento de su capital, y el que pagó 3 dólares pierde el 83 por ciento, pero ¿es eso un consuelo?

Lo importante es comprender que una mala acción barata es tan arriesgada como una mala acción cara, cuando empieza a bajar. Si has invertido 1000 dólares en acciones que pasan a no valer nada has perdido exactamente lo mismo si las compraste a 43 dólares o a 3 dólares. El precio de compra es indiferente; en ambos casos, la consecuencia última de elegir la acción equivocada es la misma pérdida del ciento por ciento.

Sin embargo, estoy plenamente convencido de que algunos inversores no pueden resistir la tentación que supone una ganga que cotiza a 3 dólares y se dicen: «¿Qué puedo perder?».

Resulta interesante señalar que los profesionales que se especializan en las ventas a corto, cuyos beneficios provienen de la caída del precio de las acciones, suelen fijar sus posiciones en títulos que cotizan más cerca su mínimo que su máximo. Los vendedores a corto son propensos a esperar hasta que el hundimiento de una empresa es tan evidente que no hay otra opción que la quiebra. Para ellos no hay diferencia

entre vender a 8 dólares o a 6 dólares en lugar de hacerlo a 60 dólares, puesto que si los títulos terminan por no valer nada, sus ganancias serán exactamente las mismas en cualquier caso.

¿Y sabe a quién venden esas acciones que cotizan a 8 dólares o 6 dólares? A todos esos desventurados inversores que piensan para sí: ¿Qué puedo perder?

### ***Al final todos los valores se recuperan***

Siguiendo el mismo principio, también los pictos y los visigodos volverán por sus fueros, y Gengis Kan cabalgará otra vez. Se decía que RCA resurgiría, y 65 años después sigue sin hacerlo. Era una empresa de éxito mundialmente conocida. Johns Manville es otra compañía conocida en todo el planeta que no se ha recuperado, y con todas las demandas presentadas en su contra por el amianto sus posibilidades de recuperación son muy inciertas. Además, al imprimir cientos de millones de nuevas acciones la compañía ha diluido sus ganancias, igual que hizo Navistar.

Si fuera capaz de recordar sus nombres, podría dar una lista mucho más larga de empresas cotizadas en bolsa, de menor tamaño y menos conocidas, que han desaparecido definitivamente del Quotron. Quizá usted mismo ha invertido en algunas: no querría pensar que fui el único que lo hizo. Si uno considera los miles de empresas que han quebrado, más las empresas solventes que nunca recuperarán la prosperidad perdida, más las que cotizan a precios muy por debajo de sus máximos históricos, queda bastante clara la debilidad del argumento de que «al final todos se recuperan».

Las Organizaciones para el Mantenimiento de la Salud, así como las empresas de disquetes informáticos, de tejidos de punto doble, de relojes digitales o de casas móviles siguen sin levantar cabeza en la bolsa.

### ***La hora más oscura es justo antes del alba***

Los humanos tenemos una fuerte tendencia a pensar que cuando algo ha ido un poco mal no puede ir a peor. En 1981 había 4520 torres de perforación petrolera activas en Estados Unidos, y en 1984 su número se había reducido a 2200. En ese momento hubo mucha gente que compró acciones de empresas petroleras, considerando que lo peor había pasado ya. Pero dos años más tarde solo quedaban 686 torres operativas, y a día de hoy sigue habiendo menos de mil.

Aquellos que invierten basándose en el número de vagones de mercancías entregados se llevaron una sorpresa al ver que el sector había pasado de las 95 650 unidades entregadas en 1979 a menos de 44 800 en 1981. Se trataba de su mínimo en diecisiete años, y nadie imaginaba que pudiera empeorar mucho más, hasta que cayó hasta 17 582 unidades en 1982, y después a 5700 en 1983. La caída de este sector

otro rora boyante alcanzaba un increíble 90 por ciento.

A veces ocurre que la hora más oscura es justo antes del alba, pero otras veces la hora más oscura es justo antes del agujero negro.

### **Cuando vuela a diez dólares, vendo**

Según mi experiencia, ninguna acción que haya caído por los suelos vuelve al precio al que uno había decidido vender. De hecho, en el mismo momento en que usted dice «si vuelve a diez dólares, vendo», probablemente acaba de condenarla a vacilar un tiempo justo por debajo de los 9,75 dólares, para después desplomarse hasta los 4 dólares, camino de caer plana del todo a 1 dólar. Este doloroso proceso puede prolongarse durante una década entera, y mientras tanto usted mantiene una inversión que ni siquiera le agrada, solo porque una voz interior le dice que debes vender a 10 dólares.

Cada vez que estoy tentado de caer en esta trampa me recuerdo a mí mismo que si no confío lo suficiente en una empresa como para comprar más acciones, debería vender de inmediato.

### **¿Preocuparme yo? Los valores conservadores no fluctúan demasiado**

Dos generaciones enteras de inversores conservadores han crecido con la idea de que invirtiendo en acciones de empresas de servicios públicos no podías equivocarte mucho. Era tan sencillo como colocar esos títulos completamente seguros en la caja fuerte e ir cobrando los dividendos. Pero de repente aparecieron los problemas de la energía nuclear y los de base tarifaria, y con ello acciones como Consolidated Edison perdieron el 80 por ciento de su valor. Y después, de forma igualmente repentina, Con Edison recuperó más de lo que previamente había perdido.

A raíz de los problemas económicos y regulatorios causados por la proliferación de plantas nucleares, un sector considerado estable como el de los servicios públicos se ha vuelto tan volátil y traicionero como el de las S&L o el de la informática. En la actualidad hay compañías eléctricas que pueden convertirse en 10-baggers tanto en positivo como en negativo. Se pueden cosechar grandes ganancias o grandes pérdidas, dependiendo de la suerte o la destreza de cada uno para elegir la empresa adecuada.

Aquellos inversores que no captaron de inmediato este cambio de situación deben haber sufrido un terrible castigo, tanto financiero como psicológico. Sus inversiones en empresas como Public Service of Indiana, Gulf States Utilities o Public Service of New Hampshire, que pasaban por ser prudentes, resultaron ser tan arriesgadas como si hubieran comprado participaciones en startups de biogenética totalmente desconocidas; más, de hecho, pues no eran conscientes del riesgo.

Las empresas son una realidad dinámica, y sus perspectivas cambian. Simplemente no hay acciones que uno pueda tener en cartera y olvidarse de ellas.

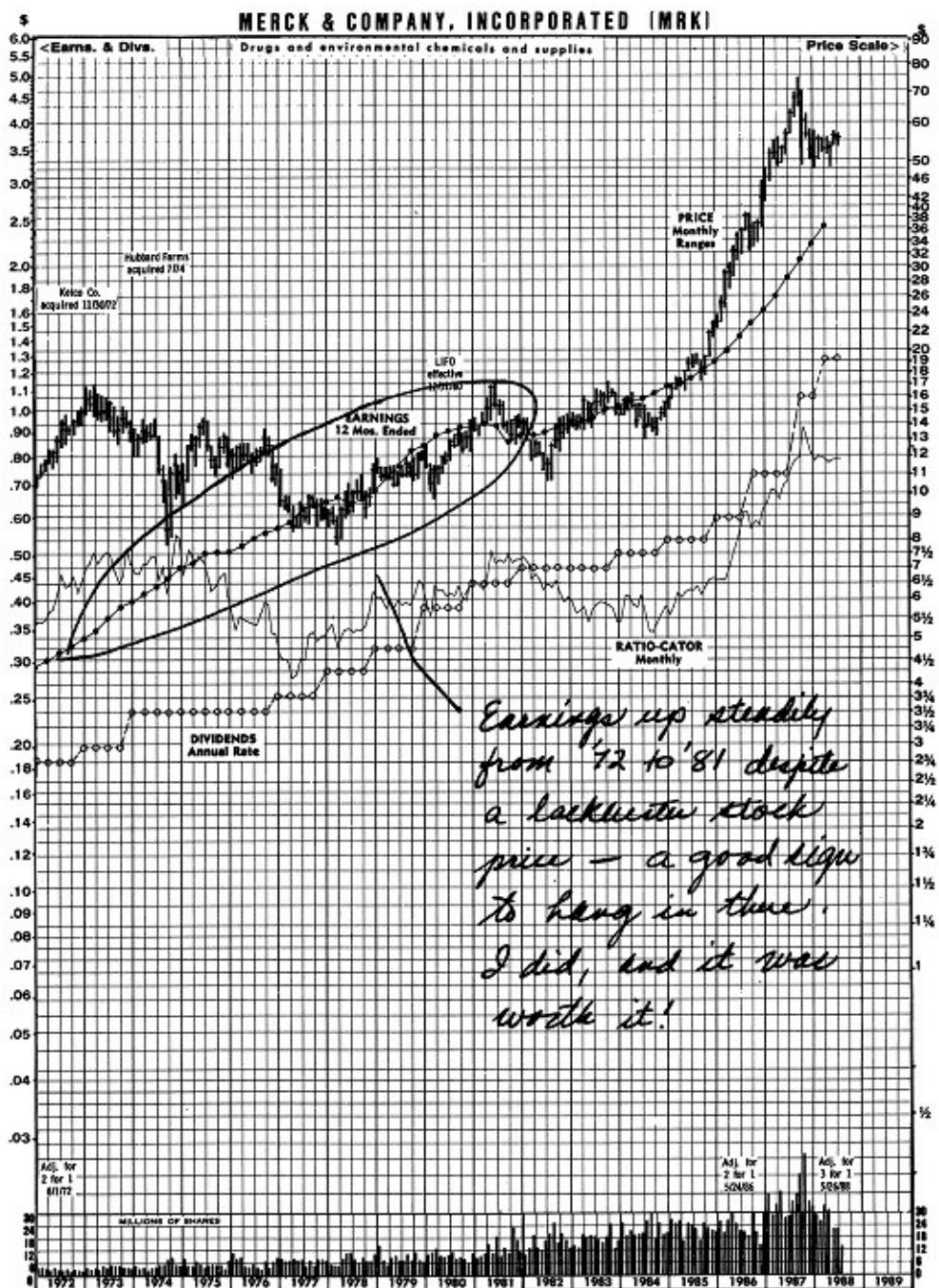
### ***Después de tanto tiempo ya no va a pasar nada***

He aquí otra cosa que ocurre de forma infalible: cuando uno se rinde con un valor porque se ha cansado de esperar a que suceda algo fantástico, el día después de venderlo empezará a suceder algo fantástico. Yo lo llamo florecimiento postdesinversión.

Merck puso a prueba la paciencia de todo el mundo (ver gráfico). De 1972 a 1981 este valor no iba a ningún lado, a pesar de que sus beneficios crecían de forma sostenida a un ritmo del 14 por ciento anual. ¿Qué sucedió después? Que a lo largo de los cinco años siguientes multiplicó por cuatro su valor. Quién sabe cuántos inversores infelices se bajaron de Merck porque se habían cansado de esperar, o bien porque buscaban más «acción». Si hubieran seguido atentos a la historia de la empresa, no hubieran vendido.

La cotización de Angelica Corporation, una empresa dedicada a la fabricación de uniformes de trabajo, apenas varió un centavo entre 1974 y 1979. American Greetings estuvo muerto durante ocho años; GAF Corporation, durante once años; Brunswick, durante toda la década de los setenta; Harcourt Brace, durante los mandatos de Nixon, Carter y el primero de Reagan; y Lukens se quedó inmóvil durante catorce años.

Me quedé con mis títulos de Merck porque tengo la costumbre de quedarme a la espera cuando el precio de una acción no va a ningún lado. La mayor parte de mis ganancias las obtengo durante el tercer o cuarto año de tenencia de las acciones, aunque con Merck tardé algo más. Si la compañía va bien y no ha cambiado lo que fuera que en su momento me llevó a comprarla, entonces confío en que tarde o temprano mi paciencia obtendrá su recompensa.



Este aletargamiento que se prolonga durante varios años, al que yo llamo «el electrocardiograma de una piedra», es en realidad un buen presagio. Cada vez que veo el electrocardiograma de una piedra dibujado en la gráfica de un valor que previamente me interesaba, lo considero un indicio serio de que su próximo movimiento relevante será ascendente.

Hay que tener una gran paciencia para conservar una acción de una empresa por la que sientes una especial debilidad cuando todo el mundo parece ignorarla. En tales casos, uno empieza a pensar que los demás tienen razón, y que tú estás en un error. Pero si los fundamentales de la empresa prometen, a menudo la paciencia obtiene su recompensa: las acciones de Lukens multiplicaron por seis su valor durante el decimoquinto año; American Greetings fue una *6-bagger* en seis años; Angelica fue una *7-bagger* en cuatro; Brunswick, una *6-bagger* en cinco; y SmithKline, una *3-*

*bagger* en dos.

### ***¡Mira cuánto he perdido por no haber comprado esta acción!***

¡Todos seríamos mucho más ricos hoy si en su día hubiéramos colocado todo nuestro dinero en Crown, Cork and Seal a 50 centavos la acción (¡ajustado a particiones!). Pero ahora que ya lo sabe, abra su cartera y compruebe su último estado de cuenta bancario. Ya verá que el dinero sigue ahí. De hecho, no es ni un centavo más pobre que hace un segundo, cuando se enteró de la fortuna que había perdido por no comprar Crown, Cork and Seal.

Puede que este comentario suene ridículo, pero sé de muchos de mis colegas inversores que se torturan a diario repasando la lista de los «diez valores más rentables de la Bolsa de Nueva York» e imaginando todo el dinero que han perdido por no haberlos comprado. Lo mismo ocurre con los cromos de béisbol, las joyas, los muebles y las casas. Interpretar las ganancias de otros como pérdidas propias no es una actitud muy constructiva a la hora de invertir en el mercado bursátil. De hecho, solo puede desembocar en la completa locura. Cuanto mayor es el número de valores de los que tenemos conocimiento, mayor es el número de títulos rentables que somos conscientes de habernos perdido, y más pronto que tarde nos estamos echando la culpa de perder miles de millones y hasta de billones. Si salimos por completo del mercado y este sube cien puntos en un día, nos despertaremos murmurando: «Acabo de perder 110 000 millones de dólares».

Lo peor de esta forma de pensar es que empuja a intentar recuperar lo perdido comprando acciones que no se deberían comprar, solo para protegerse de más «pérdidas» como las que ya se han sufrido. Normalmente, el resultado son pérdidas reales.

### ***Esta me la he perdido, pero aprovecharé la próxima***

El problema reside en que, como ya hemos visto, la «próxima» raramente sale bien. Si usted se perdió Toys “R” Us, una gran empresa que siguió subiendo, y después compró Green man Brothers, una compañía mediocre que bajó, su error habrá sido aún mayor. En realidad, habrá convertido un error que no le había supuesto coste alguno (recuerde que no había perdido nada por no comprar Toys “R” Us) en otro que le salió bastante caro.

Si dejó pasar Home Depot cuando estaba barata, y después compró Scotty’s, «la próxima Home Depot», probablemente cometió otro error, pues Home Depot ha multiplicado por veinticinco su valor desde que salió a bolsa, mientras que Scotty’s ha subido solo el 25-30 por ciento en el mismo periodo, menos que la media del mercado durante ese tiempo.

Lo mismo podría decirse si se perdió Piedmont y compró People Express, o si dejó pasar Price Club y compró Warehouse Club. En la mayoría de los casos es mejor comprar la compañía buena, en su versión original, a un precio elevado que subirse «a la próxima» a un precio regalado.

### ***Las acciones han subido, luego tengo razón, o... Las acciones han bajado, luego me he equivocado***

Si tuviera que elegir una única gran falacia relativa a las inversiones, me quedo con la de creer que si el precio de una acción sube es que se ha hecho una buena inversión. A menudo la gente se reconforta al ver que una compra reciente de algún valor, realizada a 5 dólares la acción, sube hasta 6 dólares, como si ello demostrara el acierto de la decisión. Nada más lejos de la realidad. Obviamente, si venden rápido al precio superior obtienen un buen resultado, pero la mayoría de la gente no vende en tales circunstancias favorables. Por el contrario, llega a la convicción de que el incremento de precio demuestra que la inversión vale la pena, y conservan estos títulos hasta que la caída de su precio les convence de que no es así. Si hay que elegir, conservan una acción que sube de 10 dólares a 12 dólares, y se deshacen de la que baja de 10 dólares a 8 dólares, mientras se dicen a sí mismos que «se han quedado con la ganadora y han descartado la perdedora».

Esto es justo lo que podría haber sucedido en 1981, cuando tener acciones de Zapata, una compañía del sector petrolero en el momento más álgido del *boom* energético, debía parecer mucho más atractivo que tenerlas de Ethyl Corp, un «perro apaleado» como se acostumbra a decir, porque la Agencia de Protección Ambiental había prohibido sus principales productos (unos aditivos de plomo para la gasolina). Sin embargo, «el mejor» de estos dos valores cayó de 35 dólares a 2 dólares y nada en este mundo podría haberlo salvado. Mientras tanto, Ethyl obtenía unos resultados espectaculares en su división de especialidades químicas, mejoraba su rendimiento fuera del país y experimentaba un crecimiento sólido y rápido gracias a su actividad aseguradora. Las acciones de Ethyl subieron de 2 dólares a 32 dólares.

Así pues, cuando alguien dice: «Mira, en dos meses ha subido un 20 por ciento, he dado con una ganadora», o bien, «Horror, en dos meses ha bajado un 20 por ciento, me he quedado con una perdedora», en realidad confunde los precios con las perspectivas. Salvo que sean operadores a corto plazo, que buscan ganancias del 20 por ciento, el vaivén del corto plazo no significa absolutamente nada.

Si después de comprar una acción su precio sube o baja solo significa que había alguien dispuesto a pagar más —o menos— por ese mismo producto.

## Opciones, futuros y operaciones a corto

Las inversiones elucubradas se han convertido en algo tan corriente que el viejo lema de «Compra una acción americana» debería cambiarse por «Compra una opción americana». «Invierte en el futuro de América» a día de hoy se traduce como «Especula en el Mercado de Futuros de Nueva York».

En toda mi carrera inversora nunca he comprado ni un futuro ni una opción, y no consigo imaginarme a mí mismo haciéndolo ahora. Ya es de por sí complicado ganar dinero con acciones normales como para distraerse con esas apuestas paralelas, con las que me dicen que es casi imposible ganar, salvo que seas un *trader* profesional.

Esto no significa que los futuros no sean de utilidad para el mercado de las materias primas, al permitir que un agricultor fije un precio por su trigo o su maíz en el momento de la cosecha, sabiendo de antemano lo que va a recibir al entregar sus productos, igual que puede hacer el comprador. Pero las acciones no son materias primas, y no existe una relación entre el productor y el consumidor que haga necesaria esa garantía de precios para que funcione el mercado bursátil.

En varios informes realizados en Chicago y Nueva York, las dos capitales de los futuros y las opciones, se apunta a que entre el 80 y el 95 por ciento de los participantes no profesionales pierden dinero. Estos niveles de probabilidad son inferiores a los que ofrecen los casinos o las carreras, y aun así persiste la ficción de que se trata de «alternativas de inversión razonables». Si esto son inversiones razonables, el *Titanic* era un barco bien gobernado.

No hay razón para explicar cómo funcionan realmente los futuros y las opciones, ya que 1) requiere una exposición larga y tediosa, después de la cual usted seguirá igual de confuso, 2) un mayor conocimiento de ellos podría incitarle a comprarlos, y 3) yo tampoco entiendo cómo funcionan los futuros ni las opciones.

En realidad sí tengo algunos conocimientos sobre las opciones. Sé que sus grandes ganancias potenciales atraen a muchos pequeños inversores que no se conforman con enriquecerse lentamente. Y de este modo optan por empobrecerse por la vía rápida. Ello se debe a que una opción es un contrato que solo sirve durante uno o dos meses, y a diferencia de la mayoría de acciones, con frecuencia expira habiendo perdido todo su valor, después de lo cual el inversor en opciones se ve obligado a comprar otra opción, simplemente para volver a perder el ciento por ciento de su inversión. Repítalo unas cuantas veces y se encontrará usted en un verdadero fregado.

Supongamos ahora que usted tiene la absoluta certeza de que en Inversión Segura S. A. está a punto de suceder algo fabuloso, y que la buena noticia hará que suba el precio de sus acciones. Quizá haya dado con un Tagamet, una cura para el cáncer, un incremento de los beneficios, o cualquier otro de los fundamentales positivos que ha

aprendido a buscar. Ha descubierto la empresa perfecta, lo más parecido a una escalera real que jamás va a encontrar.

A continuación usted echa un vistazo a sus activos, y en la cuenta de ahorros solo hay 3000 dólares. El resto está invertido en fondos de inversión que La Persona que Entiende de Asuntos Serios de Dinero no le permitirá tocar. Usted peina la casa en busca de reliquias que llevar a la casa de empeños, pero el abrigo de visón está plagado de agujeros de polillas. La cubertería de plata sería otra posibilidad, pero su pareja se daría cuenta de su ausencia, ya que este fin de semana tiene prevista una cena. Quizá podría vender el gato, pero no tiene pedigree. El balandro de madera tiene vías de agua, y nadie daría nada por unos palos de golf oxidados con malas empuñaduras.

De modo que todo lo que usted puede llegar a invertir en Inversión Segura S. A. son esos 3000 dólares. Solo le llegará para 150 acciones a 20 dólares cada una. Y justo cuando se ha resignado a ello, recuerda haber escuchado algo sobre el notable apalancamiento que permiten las opciones. Habla con su bróker, y le confirma que las opciones de compra de Inversión Segura a 20 dólares en abril, que ahora cotizan a un dólar, podrían valer 15 si la acción sube hasta los 35. Invirtiendo de este modo los 3000 dólares usted podría obtener un retorno de 45 000.

De modo que usted compra las opciones, y cada día abre el periódico esperando ansioso el momento en que las acciones empiezan a subir. A mediados de marzo, aún no se ha movido nada, y las opciones que usted compró por 3000 dólares ya han perdido la mitad de su valor. Le entran tentaciones de vender para recuperar parte del dinero, pero decide aguantar porque todavía falta un mes para que expiren y pierdan todo su valor. Y esto es exactamente lo que sucede al cabo de un mes.

Para colmo, varias semanas después de que sus opciones quedaran en nada, Inversión Segura empieza a subir. Al final resulta que no solo ha perdido todo tu dinero, sino que además lo ha hecho habiendo acertado en su elección. Ahí reside la mayor de las tragedias. Usted hizo los deberes, y en lugar de recibir un premio por ello lo ha perdido todo. El resultado de todo ello es un desperdicio total de tiempo, dinero y talento.

Otro aspecto desagradable de las opciones es que son muy caras. Tal vez no se lo parezcan, hasta que se dé cuenta de que tiene que comprar cuatro o cinco paquetes para cubrir unas acciones durante un año. Literalmente, usted está comprando tiempo, y cuanto más compre mayor será la prima que deberá pagar por él. Y por si todo esto fuera poco, cada compra lleva asociada una generosa comisión para el bróker. Las opciones son la gallina de los huevos de oro para los brókers. Un bróker que cuente aunque solo sea con un puñado de clientes activos de opciones ya tiene un fabuloso *modus vivendi*.

Lo peor de todo es que comprar una opción no tiene nada que ver con poseer una acción de una empresa. Cuando una empresa crece y prospera se benefician de ello todos sus accionistas, mientras que las opciones son un juego de suma cero. Por cada

dólar ganado en el mercado hay un dólar perdido, y todas las ganancias van a parar a manos de una pequeña minoría.

Cuando usted compra una acción, aunque sea una de gran riesgo, está contribuyendo en alguna medida al crecimiento del país. Esta es la razón de ser de las acciones. En épocas anteriores, cuando se consideraba que especular con empresas pequeñas era peligroso, los «especuladores» proporcionaban el capital necesario para que pudieran arrancar las IBM, McDonald's y Wal-Mart. En cambio, ni un dólar del multimillonario mercado de futuros y opciones tiene un destino constructivo. No financia nada, a excepción de los coches, los aviones y las casas que compran los brókers y el reducido grupo de los ganadores. En este mercado, lo que presenciamos es una gigantesca transferencia de dinero de los incautos a los cautos.

En la actualidad se habla mucho del uso de los futuros y las opciones como cobertura para proteger una cartera de acciones. Como de costumbre, muchos de mis colegas de profesión han liderado el camino hacia esta resbaladiza pendiente. Los inversores institucionales han invertido miles de millones en cobertura de cartera, para contar con una protección en caso de desastre financiero. De este modo creían estar bien protegidos para el último crac, pero resultó que la cobertura de cartera jugó en su contra. Parte del programa de seguridad consistía en vender acciones de forma automática a la vez que compraban futuros, pero la venta masiva hizo caer aún más el mercado, lo que provocó más compras de futuros y más ventas. De entre las posibles causas que llevaron al colapso de octubre, la cobertura de cartera es la principal candidata, a pesar de lo cual muchos inversores institucionales la siguen comprando.

Algunos inversores particulares han hecho suya esta mala idea. (¿Vale la pena alguna vez seguir los pasos de los expertos?). Compran opciones de venta (que aumentan de valor cuando el mercado cae) para protegerse en caso de bajada. Pero las opciones de venta también expiran, y estás obligado a seguir comprándolas si quieres conservar tu cobertura. Puedes gastar cada año entre el 5 y el 10 por ciento de todo tu capital invertido para protegerte de una caída de ese mismo porcentaje.

Igual que el alcohólico se siente empujado a la botella de ginebra al probar una inocente cerveza, el inversor que compra opciones como protección a menudo no puede contenerse y más pronto que tarde empieza a comprar opciones por su propia rentabilidad, y de ahí pasa las coberturas, las combinaciones y opciones mixtas. Ha olvidado que su interés original eran las acciones. En lugar de estudiar empresas, dedica todas sus horas de vigilia a leer resúmenes sobre *market-timers* y preocupándose por los patrones de cabeza y hombro o vueltas en zigzag. Y lo que es peor, pierde todo su dinero.

Warren Buffett opina que los futuros y las opciones sobre acciones deberían ser ilegalizados, y yo estoy de acuerdo con él.

## Operar a corto

Sin duda habrá oído hablar de esta vieja y extraña práctica que permite ganar dinero con una acción que baja. (Algunas personas empiezan a interesarse por esta idea al revisar sus carteras y darse cuenta de que de haber invertido durante todos estos años a corto en lugar de hacerlo a largo, serían ricos).

Operar a corto es lo mismo que pedir algo prestado a los vecinos (en este caso desconoces sus nombres), venderlo y embolsarte el dinero. En algún momento, sales a comprar el mismo objeto, lo devuelves a tus vecinos y nadie se entera de lo sucedido. No es exactamente un robo, pero tampoco es del todo amable. Se trata más bien de pedir prestado con intención delictiva.

Lo que pretende el inversor a corto es vender el objeto que le han prestado a un precio muy elevado, para luego recuperarlo a un precio muy bajo, quedándose con la diferencia. Supongo que se puede hacer con cortadoras de césped y mangueras de jardín, pero funciona mejor con acciones, sobre todo si son acciones con precios inflados. Por ejemplo, si usted se hubiera dado cuenta de que Polaroid estaba sobrevalorada cuando cotizaba a 140 dólares, podría haber vendido mil acciones a corto, lo que supondría un ingreso inmediato de 140 000 dólares en su cuenta. Después, podría haber esperado a que el precio cayera hasta 14 dólares, comprar de nuevo las mil acciones por 14 000 dólares, e irse a casa 126 000 dólares más rico.

La persona a quien tomó prestadas las mil acciones nunca se percatará de la diferencia. Este tipo de operaciones se hacen sobre el papel y las gestiona un bróker. Invertir en el lado corto es tan sencillo como hacerlo en el lado largo.

Antes de que nos entusiasmemos demasiado con esta idea, hay que señalar algunos inconvenientes bastante serios de operar a corto. Durante todo el tiempo que dura el préstamo de las acciones, quien recibe los dividendos y los demás beneficios es su legítimo propietario, de modo que ahí ya se pierde algo de dinero. Además, no podemos gastarnos el dinero procedente de una operación a corto hasta que hemos recomprado las acciones y cerrado la operación. Volviendo al ejemplo de Polaroid, usted no podría haber tomado sus 140 000 dólares y largarse a Francia a pasar unas largas vacaciones. Está obligado a mantener un saldo suficiente en su cuenta de valores para cubrir el valor de las acciones con las que opera a corto. Dado que el precio de Polaroid bajó, podría haber sacado parte del dinero, pero ¿qué hubiera ocurrido si Polaroid hubiera subido? En tal caso, tendría que haber puesto más dinero para cubrir su posición.

Lo que da miedo de invertir en el lado corto es que, incluso estando convencido de que una empresa se encuentra en un estado lamentable, puede que otros inversores no se den cuenta de ello, e incluso es posible que suban su cotización. Es cierto que en un momento dado Polaroid había alcanzado un precio ridículo, pero ¿qué habría pasado si hubiera duplicado una vez más su precio, llegando a una cotización aún más ridícula de 300 dólares la acción? En tal caso, si usted hubiera estado en corto se hubiera puesto muy nervioso. La idea de desembolsar 300 000 dólares para devolver algo que se ha tomado prestado a 140 000 dólares puede ser angustiante. Y si no

dispusiera de los más de cien mil dólares adicionales para ponerlos en su cuenta y mantener así tu posición, podría verse obligado a liquidar asumiendo grandes pérdidas.

Ninguno de nosotros es inmune al pánico que se siente cuando cae el precio de una acción normal y corriente, pero ese pánico se ve algo contenido gracias a que sabemos que una acción normal no puede bajar más allá de cero. En cambio, si usted ha operado a corto con algo que sube de valor, empieza a darse cuenta de que nada impide que llegue al infinito, pues el precio de las acciones no tiene techo. Al infinito es donde siempre parece que se dirige el precio de una acción cuando se opera a corto.

En medio de todos esos cuentos de exitosas operaciones a corto, están también las historias de terror de los que vieron con impotencia cómo sus acciones ruinosas favoritas subían más y más, contra toda razón y lógica, hasta llevarlos a la casa de beneficencia. Uno de estos desafortunados fue Robert Wilson, un hombre inteligente y un buen inversor que una década atrás vendió a corto Resorts International. Al final tuvo razón —al final, todos los inversores a corto la tienen—: ¿acaso no dijo John Maynard Keynes eso de que «a largo plazo, todos muertos»? Antes de eso, sin embargo, las acciones subieron de 70 centavos a 70 dólares, una modesta *100-bagger* que dejó a Wilson con una modesta pérdida de entre veinte y treinta millones de dólares.

Le será útil recordar este relato si en algún momento se le pasa por la cabeza operar a corto. Antes de invertir en el lado corto de una acción, hay que tener algo más que la convicción de que la empresa se cae a pedazos. Hay que tener la paciencia, el coraje y los recursos necesarios para aguantar en caso de que la acción no baje de precio... o peor, que suba. Las acciones que se supone que deberían bajar pero no lo hacen, me recuerdan a esos personajes de dibujos animados que dejan atrás un acantilado y siguen caminando por los aires. Mientras no se den cuenta de su situación, pueden quedarse así para siempre.

## 50 000 franceses pueden estar equivocados

Volviendo la vista atrás hacia mi carrera como inversor, recuerdo algunas noticias de primera magnitud y los efectos que tuvieron sobre los precios de las acciones, empezando por la elección del presidente Kennedy en 1960. Incluso a la tierna edad de dieciséis años, llegó a mis oídos que una presidencia demócrata siempre era mala para la bolsa, de modo que me sorprendió que el día posterior a la elección, el 9 de noviembre de 1960, el mercado experimentara una ligera subida.

Durante la crisis de los misiles con Cuba y nuestro bloqueo naval a los barcos rusos —el único momento en el que Estados Unidos se ha enfrentado de verdad a la perspectiva de una inminente guerra nuclear— temí por mí mismo, por mi familia y por mi país. Sin embargo, ese día el mercado bursátil cayó menos de un 3 por ciento. Siete meses más tarde, cuando el presidente Kennedy tiró de las orejas a U. S. Steel e impuso una bajada de precios en el sector, no pasé ningún miedo y sin embargo el mercado sufrió una de las mayores caídas de la historia, un 7 por ciento. Me asombró comprobar que para Wall Street la posibilidad de un holocausto nuclear era menos aterradora que la intromisión de un presidente en cuestiones de negocios.

El 22 de noviembre de 1963 estaba a punto de realizar un examen en el Boston College cuando empezó a propagarse por el campus la noticia de que habían disparado al presidente Kennedy. Fui a rezar al Salón de Santa María junto a mis compañeros. Al día siguiente, vi en el periódico que la bolsa había caído menos de un 3 por ciento, aunque las operaciones se habían suspendido al hacerse oficial la noticia del asesinato. Tres días más tarde el mercado recuperó de largo las pérdidas que había sufrido el 22 de noviembre.

En abril de 1968, tras el anuncio del presidente Johnson de que no se presentaría al segundo mandato, que pondría fin a los bombardeos en el Sudeste Asiático y que respaldaba las conversaciones de paz, el mercado subió un 2,5 por ciento.

Durante los años setenta me impliqué de lleno en la bolsa y me dediqué en cuerpo y alma a mi trabajo en Fidelity. En ese periodo, las grandes noticias que sucedieron y las correspondientes reacciones del mercado fueron estas: el presidente Nixon impone controles de precios (el mercado sube un 3 por ciento); dimite el presidente Nixon (caída de un 1 por ciento). (Nixon comentó en cierta ocasión que de no ser presidente invertiría en bolsa, a lo que respondió un bromista de Wall Street diciendo que él también invertiría en bolsa si Nixon no fuera presidente); se dan a conocer las claves del programa *Whip Inflation Now* [Erradicemos la inflación ya] del presidente de Ford (subida del 4,6 por ciento); IBM sale vencedora de un caso antimonopolio de gran calado (subida del 3,3 por ciento); estalla la guerra del Yom Kippur (ligera subida). La década de los setenta fue la peor para la bolsa de las cinco

transcurridas desde los años treinta, y aun así los mayores movimientos porcentuales en un día fueron todos al alza: los que se acaban de citar.

El suceso del que se derivaron consecuencias más duraderas fue el embargo petrolero de la OPEP del 19 de octubre de 1973 (¡otro afortunado 19 de octubre!), que propició una caída de la bolsa del 16 por ciento en tres meses y del 39 por ciento en doce meses. Es interesante señalar que el mercado no respondió a la importancia del embargo, ya que de hecho ese día subió cuatro puntos, y en las cinco sesiones siguientes subió otros catorce, antes de empezar su brutal caída. **Este hecho demuestra que el mercado, al igual que cada una de las acciones, puede moverse a corto plazo en contra de lo que marcan los fundamentales**, que en el caso del embargo implicaban una subida del precio de la gasolina, largas colas en las gasolineras, una escalada de la inflación y tasas de interés mucho más altas.

Los años ochenta propiciaron más jornadas de ganancias y pérdidas extraordinarias de las que se habían visto en todas las demás décadas. Vistas globalmente, la mayoría de ellas carecen de significado. Desde mi punto de vista, la caída de 508 puntos que se produjo en octubre de 1987 tiene una importancia mucho menor que la reunión de los ministros de economía del 22 de septiembre de 1985, por la importancia que tendría para los inversores a largo plazo. En dicha reunión, conocida como la conferencia del G7, los países más industrializados del mundo acordaron coordinar sus políticas económicas y permitir la devaluación del dólar. Durante los seis meses posteriores a esta decisión el mercado subió un 38 por ciento. El impacto fue mayor en aquellas empresas concretas que se beneficiaron del dólar más barato, cuyas acciones duplicaron y triplicaron su valor en los dos años posteriores. Al igual que ocurrió el 19 de octubre de 1987, yo me encontraba en Europa mientras tenían lugar la reunión del G7 y la guerra del Yom Kippur, aunque por lo menos en aquellas ocasiones estaba visitando empresas y no perdiendo pelotas de golf.

Las tendencias y los cambios graduales se quedan grabados en mi mente. El periodo de la conglomeración, a mediados y finales de los sesenta, tuvo como resultado la diempeoración de muchas grandes empresas, que quedaron muy tocadas y durante quince años no dieron señales de recuperación. Muchas de ellas nunca han vuelto, aunque otras sí han logrado emerger una vez más, como es el caso de Gulf and Western, ITT y Ogden.

En los años setenta se vivió una historia de amor con las *blue chips* de primera línea. Se las conocía como las «cincuenta guapas» o las de «una sola decisión», pues eran títulos que uno compraba y se quedaba para siempre. Tras este breve oasis de emisiones con calificaciones y precios inflados llegó la demoledora caída del mercado de 1973-1974 (en 1973 el Dow alcanzó los 1050 puntos, y en diciembre de 1974 había retrocedido hasta los 578 puntos), durante la cual las *blue chips* perdieron entre el 50 y el 90 por ciento de su valor.

El romance generalizado que se vivió desde mediados de 1982 hasta mediados de

1983 con las pequeñas empresas tecnológicas derivó en otro colapso (60-98 por ciento) de emisiones que tampoco podían fallar. Tal vez lo pequeño sea hermoso, pero no es necesariamente rentable.

La subida del mercado japonés de 1966 a 1988 multiplicó por siete el valor del Nikkei Dow Jones, mientras que el Dow Jones estadounidense solo se duplicaba. En abril de 1987 el valor total del mercado bursátil japonés superó al estadounidense, y desde entonces la brecha se ha hecho cada vez mayor. Los japoneses tienen su forma particular de entender la bolsa, y yo aún no he llegado a comprenderla. Cada vez que voy a Japón a analizar la situación llego a la conclusión de que todas sus acciones están extremadamente sobrevaloradas, pero aun así siguen subiendo.

En la actualidad, el cambio del horario de negociación hace que sea más difícil prestar atención a los fundamentales y apartar la vista del Quotron. Durante ochenta años, hasta 1952, la Bolsa de Nueva York abría a las diez de la mañana y cerraba a las tres de la tarde, de modo que los periódicos tenían tiempo de publicar los resultados en sus ediciones vespertinas y los inversores podían comprobar la evolución de sus acciones cuando regresaban a casa. En 1952 se eliminó la sesión de los sábados y el cierre diario se fijó a las tres y media, en 1985 la apertura se estableció a las nueve y media, y en la actualidad el mercado cierra a las cuatro de la tarde. Personalmente, preferiría que las sesiones fueran más cortas. De este modo tendríamos más tiempo para estudiar empresas, o para visitar museos, ambas actividades más provechosas que observar cómo los precios suben y bajan.

Desde los años sesenta hasta los ochenta los inversores institucionales fueron pasando de jugar un papel secundario a dominar el mercado bursátil.

El estatus jurídico de las grandes casas de bolsa ha cambiado: si antes eran sociedades en las que se ponía en juego el patrimonio particular de los socios, pasaron a ser corporaciones donde la responsabilidad individual estaba limitada. Se suponía que este cambio iba a dar una mayor fortaleza a las casas de bolsa, dado que como corporaciones podrían captar capital emitiendo acciones para el público. En mi opinión ha sido un mal cambio.

El auge del mercado extrabursátil [*over-the-counter*] ha colocado miles de emisiones secundarias que en su momento se negociaban por el oscuro método de la «hoja rosa» —en el que uno nunca sabía si el precio era el que debía ser— en un mercado fiable e informatizado.

Todo el país está pendiente de las noticias financieras de última hora, cuando hace veinte años apenas tenían cabida en la televisión. El increíble éxito del programa televisivo *Wall Street Week, with Louis Rukeyser* desde su debut el 20 de noviembre de 1970 demostró que un espacio de noticias financieras puede despertar el interés del público. Fue el éxito de Rukeyser lo que llevó a las cadenas generalistas a ampliar su cobertura del sector financiero, lo cual propició a su vez la aparición del canal Financial News Network, que introdujo los teletipos de las cotizaciones en millones de hogares estadounidenses. Hoy, los inversores aficionados pueden comprobar la

situación de sus inversiones a cualquier hora del día. Lo único que separa a Houndstooth del profesional son quince minutos de retraso en los teletipos.

El auge y el declive de las exenciones fiscales: suelo agrícola, pozos petroleros, plataformas petroleras, barcos, sindicatos de vivienda de alquiler reducido, cementerios, producciones de cine, centros comerciales, equipos de deportes, alquileres informáticos y casi todo lo que se puede comprar, financiar o alquilar.

El surgimiento de grupos de fusiones y absorciones y otros grupos compradores, que se atreven a realizar adquisiciones por valor de 20 000 millones de dólares y tienen capacidad financiera para hacerlo. Entre los grupos estadounidenses (Kohlberg, Kravis, and Roberts; Kelso; Coniston Partners; Odyssey Partners; y Wesray), las sociedades y grupos europeos (Hanson Trust, Imperial Chemical, Electrolux, Unilever, Nestlé, etc.), y los depredadores corporativos individuales con amplio respaldo financiero (David Murdock, Donald Trump, Sam Hyman, Paul Bilzerian, the Bass brothers, the Reichmanns, the Hafts, Rupert Murdoch, Boone Pickens, Carl Icahn, Asher Edelman, *et al.*) cualquier empresa, grande o pequeña, puede ser asaltada.

La popularidad de las compras apalancadas o LBO [Leveraged Buyout], mediante las cuales compañías o divisiones enteras son sacadas de bolsa, es decir, adquiridas por inversores de fuera o por los propios directivos mediante préstamos bancarios o con capital captado a través de bonos basura.

La extraordinaria popularidad de tales bonos basura, inventados originalmente por Drexel Burnham Lambert, y hoy copiados en todos lados.

El advenimiento del mercado de futuros y opciones, especialmente sobre los índices bursátiles, lo que permite la «negociación automatizada» de grandes paquetes de acciones en los mercados oficiales y luego invertir las posiciones en los denominados mercados de futuros, moviendo miles de millones de dólares por unas ganancias incrementales mínimas.

Y en medio del tumulto, SS Kresge, una empresa moribunda de tres al cuarto, desarrolla la fórmula Kmart y sus acciones multiplican su precio por cuarenta en diez años; Masco saca su grifo monomando y multiplica su valor por mil, convirtiéndose en la mejor acción en cuarenta años: ¿quién lo iba a imaginar, tratándose de una empresa de grifos? Las empresas de crecimiento rápido que tienen éxito se convierten en 10-baggers, los rumores no dan una y los inversores que reciben acciones de las «Baby Bell», fruto de la partición de ATT, doblan su capital en cuatro años.

Si me preguntan cuál ha sido el cambio más significativo que se ha producido en el mercado bursátil, la partición de ATT estaría entre los primeros (afectó a 2,96 millones de accionistas), y el crac de octubre probablemente no entraría en el podio.

Algunas cosas que he escuchado últimamente:

Que los pequeños inversores no tienen nada que hacer en este entorno de alto riesgo y que deberían salir de la bolsa. «¿Construirías una casa en pleno terremoto?», es la pregunta que hace un asesor prudente. Pero el terremoto no está bajo la casa,

sino bajo la agencia inmobiliaria.

Los pequeños inversores pueden desenvolverse en todo tipo de mercados, siempre y cuando posean buenos productos. Si alguien debería preocuparse, son los oxímoros. Después de todo, las pérdidas del pasado octubre afectaron solo a quienes recogieron las pérdidas. No fue el caso de los inversores a largo plazo. Quienes sufrieron pérdidas fueron el operador de cuentas de margen, el arbitrajista de riesgo, el inversor en opciones, el gestor de carteras cuyo ordenador ejecutó «vender». Los vendedores se asustaron solos, como un gato que se mira en un espejo.

He oído decir que la era de la gestión profesional ha aportado nuevas dosis de sofisticación, prudencia e inteligencia a la bolsa. Quienes dirigen el circo son unos 50 000 gestores y, como se decía de los 50 000 franceses, no pueden estar todos equivocados.

Tal como yo lo veo, diría que los 50 000 gestores suelen estar en lo cierto, pero solo para el último 20 por ciento de un movimiento bursátil. Ese último 20 por ciento es lo único que Wall Street estudia, espera y desea: siempre con la vista puesta en la salida. La idea es lograr una ganancia rápida y después salir en estampida.

Los pequeños inversores no tienen por qué lidiar con esta banda. Ellos pueden cruzar tranquilamente la entrada cuando todos se apiñan en la salida, y dirigirse pausadamente hacia la salida cuando el colapso está en la entrada. A continuación doy una breve lista de valores que a mediados de 1987 eran los preferidos de las grandes instituciones, pero que diez meses después se vendían a precios mucho más bajos, a pesar del incremento de beneficios, las buenas perspectivas y el flujo de caja de las empresas que había detrás. Las empresas no habían cambiado, pero los inversores institucionales habían perdido su interés por ellas: Automatic Data Processing, Coca-Cola, Dunkin' Donuts, General Electric, Genuine Parts, Philip Morris, Primerica, Rite Aid, Squibb y Waste Management.

He oido decir que un movimiento diario de doscientos millones de acciones es mucho mejor que uno de cien millones de acciones, y que un mercado con mayor liquidez es una gran ventaja.

Pero eso no es cierto si te estás ahogando en él, y eso es justamente lo que ocurre. A lo largo del año pasado, el 87 por ciento de las acciones cotizadas en la Bolsa de Nueva York cambiaron de manos al menos una vez. A principios de los años sesenta, un movimiento diario de entre seis y siete millones de acciones era una cifra normal, y la ratio de rotación anual era del 12 por ciento. En los años setenta, era normal que en un día circularan entre cuarenta y sesenta millones de acciones, y en los años ochenta esta cifra se situó entre cien y ciento veinte millones. En la actualidad, si en un día no circulan ciento cincuenta millones de acciones la gente piensa que algo va mal. Sé que yo contribuyo a ello, ya que compro y vendo a diario. Pero mis acciones más rentables siguen siendo algunos títulos que he conservado durante tres y hasta cuatro años.

Esta rotación rápida y generalizada de acciones se ha visto acelerada por la

popularización de los fondos indexados, que se dedican a comprar y vender miles de millones de acciones sin atender a los rasgos particulares de las empresas, así como por los «fondos de intercambio», que permiten a los inversores sacar el dinero de la bolsa y convertirlo en efectivo, y viceversa, sin plazos de espera ni penalizaciones.

Más pronto que tarde la rotación anual de acciones será del ciento por ciento. ¡Si hoy es martes, toca comprar General Motors! ¿Cómo pueden estar al día esas pobres empresas de adónde deben mandar sus informes anuales? Un nuevo libro titulado *What's Wrong with Wall Street* informa de que se gastan entre 25 000 y 30 000 millones de dólares al año en el mantenimiento de los distintos intercambios monetarios, así como en las comisiones y tasas de compraventa de acciones, futuros y opciones. Esto significa que gastamos tanto dinero moviendo de un lado a otro acciones antiguas como el que captamos con nuevas emisiones de títulos. Después de todo, las acciones existen para captar el capital que necesitan las nuevas iniciativas empresariales. Y cada diciembre, cuando finaliza el ciclo de actividad bursátil, las carteras de los 50 000 gestores parecen idénticas que en enero.

Los grandes inversores que se han adaptado a estos hábitos se están convirtiendo rápidamente en los ingenuos perseguidores del corto plazo que tanto gustan al gremio de los brókers. Algunos se han referido a este fenómeno como el «mercado del alquiler de acciones». Hoy en día, los prudentes son los aficionados y los profesionales son los volubles. El ciudadano de a pie es el factor de estabilidad.

Es posible que esta misma volubilidad de los departamentos fiduciarios, del aparato de Wall Street y del distrito financiero de Boston sean una fuente de oportunidades para usted. Siempre puede esperar a que las acciones caídas en desgracia bajen hasta precios ridículos, y luego comprarlas.

He oído decir que la caída de precios del 19 de octubre, que resultó ser un lunes, fue solo una de las numerosas bajadas históricas que han tenido lugar ese día de la semana, y algunos investigadores han dedicado toda su carrera a estudiar el efecto lunes. De hecho, cuando llegué a Wharton ya se hablaba de este fenómeno.

Tras examinar la cuestión, he visto que podría haber algo de cierto en todo ello. Desde 1953 hasta 1984 la bolsa ganó 919,6 puntos en total, pero contando solo los lunes perdió 1565 puntos. En 1973 el mercado subió 169 puntos, pero los lunes perdió 149; en 1974 bajó 235 puntos, y los lunes 149; en 1984 subió 149, y bajó 47 los lunes; en 1987 subió 42, y los lunes bajó 483.

Si realmente existe un efecto lunes, creo que conozco su motivo. Durante los dos días del fin de semana los inversores no pueden hablar con las empresas. Todas las fuentes rutinarias de información sobre los fundamentales están cerradas, y la gente tiene sesenta horas para preocuparse sobre la venta masiva de yenes, la demanda creciente de yenes, las inundaciones del Nilo, los daños en la cosecha de café de Brasil, el avance de las abejas asesinas y demás horrores y cataclismos que aparecen en el periódico de los domingos. El fin de semana también es cuando la gente tiene tiempo para leer los oscuros pronósticos a largo plazo de los economistas que

publican columnas en las secciones de opinión.

A menos que uno se tome el cuidado de dormir hasta tarde y no enterarse de las noticias matinales, durante los fines de semana pueden acumularse tal cantidad de miedos y conjeturas que al llegar el lunes por la mañana estás listo para vender todas tus acciones. Desde mi punto de vista, este es el motivo principal del efecto lunes. (El lunes, a última hora, ya has tenido ocasión de llamar a una o dos empresas y darte cuenta de que no han desaparecido del mercado, y por ello las acciones rebotan durante los días restantes de la semana).

He oído decir que el comportamiento del mercado en los años 1987 y 1988 es una réplica del que tuvo en 1929 y 1930, y que estamos a punto de entrar en otra gran depresión. Hasta cierto punto, el comportamiento del mercado de 1987 y 1988 es similar al de los años 1929 y 1930, pero ¿y qué? Si entramos en otra depresión, no será por culpa de un accidente de la bolsa, como tampoco lo fue la depresión anterior. En esa época, solo el 1 por ciento de los estadounidenses tenían acciones.

La causa de la anterior depresión fue la ralentización económica que experimentó un país que ocupaba al 66 por ciento de su fuerza de trabajo en el sector industrial, al 22 por ciento en agricultura, y que carecía de seguridad social, subsidio por desempleo, planes de pensiones, ayudas sanitarias, préstamos garantizados para estudiantes o cuentas bancarias garantizadas por el Estado. Hoy, el sector industrial ocupa solo al 27 por ciento de la fuerza de trabajo, la agricultura apenas a un 3 por ciento, y el sector servicios, que en 1930 apenas llegaba al 12 por ciento, ha crecido de forma sostenida tanto en los momentos de auge como en los de recesión hasta concentrar el 70 por ciento del empleo de Estados Unidos. A diferencia de los años treinta, en la actualidad un elevado porcentaje de la población es propietaria de su casa; en muchos casos la propiedad está libre de toda deuda, y han visto cómo crecía notablemente su capital a medida que se disparaban los precios inmobiliarios. En la actualidad, en el hogar medio hay dos asalariados en lugar de uno, lo que proporciona un colchón económico inexistente sesenta años atrás. ¡Si hay una depresión no será como la última!

Tanto los fines de semana como entre semana, no paro de escuchar que el país se cae a pedazos. Nuestro dinero era como el oro antes, y ahora es como el polvo. No ganaremos más guerras. Ni siquiera volveremos a ganar la medalla de oro en *hockey* hielo. Nuestros cerebros emigran al extranjero. Perdemos puestos de trabajo en favor de los coreanos. Perdemos en el sector automovilístico frente a los japoneses. Perdemos al baloncesto con los rusos. Perdemos en el petróleo con los saudíes. Perdemos credibilidad frente a Irán.

Escucho a diario que las principales empresas están yendo a la quiebra. Y ciertamente es así en algunos casos. Pero ¿qué ocurre con los miles de pequeñas empresas que aparecen cada día y aportan millones de puestos de trabajo? En mis habituales visitas a las sedes centrales de distintas empresas, me asombro al ver lo poderosas que siguen siendo muchas de ellas. Algunas están ganando mucho dinero.

Si es cierto que hemos perdido todo nuestro sentido de empresa y nuestras ganas de trabajar, ¿quién es toda esa gente que parece estar en un atasco en las horas punta?

Incluso he podido comprobar de primera mano que centenares de esas mismas compañías han recortado gastos y han aprendido a producir de forma más eficiente. Desde mi punto de vista, muchas de ellas han mejorado con respecto a finales de los años sesenta, cuando había más optimismo entre los inversores. Los consejeros delegados son gente más brillante y están sometidos a mayor presión para cumplir los objetivos. Tanto los directivos como los trabajadores saben que están obligados a ser competitivos.

Escucho a diario que el sida acabará con nosotros, que la sequía acabará con nosotros, que la inflación acabará con nosotros, que la recesión acabará con nosotros, que el déficit presupuestario acabará con nosotros, que el déficit comercial acabará con nosotros y que la debilidad del dólar acabará con nosotros. Me dicen que los precios del sector inmobiliario se van a hundir. El mes pasado hubo gente que empezó a preocuparse por este motivo. Este mes está preocupada por la capa de ozono. De creer en el viejo dicho según el cual la bolsa debe escalar un «muro de preocupaciones», debe decirse que la altura del muro es ya muy considerable y sigue creciendo día a día.

Tengo un argumento para rebatir la extendida idea de que el déficit comercial acabará con nosotros. Se da el caso de que Inglaterra mantuvo un gran déficit comercial durante setenta años, justo cuando se encontraba en pleno apogeo. Pero carece de sentido sacar ese argumento a colación. Apenas había tenido tiempo de pensar lo que la gente ya se había olvidado del déficit comercial y comenzaba a preocuparse por el superávit comercial en cierres.

¿Por qué siempre tiene que andar desnudo el emperador de Wall Street? Estamos tan ansiosos por pillarlo que ya puede desfilar con traje de gala que nosotros creemos verlo desnudo.

He oído decir que los inversores deberían estar encantados cuando las empresas en las que han puesto su dinero son adquiridas por depredadores corporativos, o sacadas de bolsa por sus directivos, lo que en ocasiones supone duplicar el precio de sus acciones de la noche a la mañana.

Cuando aparece un depredador con la intención de comprar una empresa sólida y próspera, los asaltados son los accionistas. Quizá en un primer momento los accionistas pueden pensar que se trata de un buen negocio, pero están entregando su participación en el futuro crecimiento de la empresa. Los accionistas de Taco Bell estuvieron encantados cuando Pepsi-Cola compró acciones de esta compañía a 40 dólares. Pero esta empresa de alto crecimiento mantuvo su tendencia, siguió creciendo y a tenor de sus beneficios una Taco Bell que hubiera mantenido su independencia podría estar valorada en la actualidad en 150 dólares por acción. Pongamos por caso que una empresa en decadencia va camino de retornar a los 10 dólares a los que cotizó en su día, y que un grupo de potentados están dispuestos a

pagar 20 dólares para quedársela y sacarla de bolsa. Cuando sucede esto parece algo fabuloso. Pero nadie se beneficia del resto de la subida hasta los cien dólares, salvo el empresario privado.

Últimamente ha habido bastantes candidatas a 10-baggers que han quedado fuera de juego a consecuencia de fusiones y adquisiciones.

He oído decir que nos estamos convirtiendo rápidamente en un país de inútiles adictos a la deuda, aficionados al capuchino, devotos de las vacaciones, devoradores de cruasanes.

Tristemente, debe reconocerse que la tasa de ahorro de Estados Unidos es una de las más bajas de todo el mundo desarrollado. El Gobierno tiene parte de responsabilidad en ello, al seguir castigando los ahorros con impuestos sobre las ganancias del capital y los dividendos, al tiempo que premia la deuda mediante desgravaciones fiscales por pago de intereses. La Cuenta de Jubilación Individual fue una de las innovaciones más beneficiosas de la pasada década —por fin se animaba a los estadounidenses a ahorrar sin pagar impuestos por ello— y luego ¿qué hace el Gobierno? Va y elimina las deducciones a todo el mundo, salvo a los asalariados de menor renta.

Pese a los frecuentes desatinos, sigo siendo optimista con respecto a Estados Unidos, los estadounidenses y la inversión en general. Al invertir en bolsa, hay que tener una mínima fe en la naturaleza humana, en el capitalismo, en el conjunto del país, y en la prosperidad futura en general. Hasta el momento, no ha habido nada capaz de arrebatarme esta confianza.

Me dicen que los japoneses comenzaron haciendo cotillones y sombrillas de papel para adornar cócteles hawaianos, mientras que los estadounidenses empezamos produciendo coches y televisores; y que ahora son ellos quienes fabrican coches y televisores, y nosotros los que hacemos cotillones y sombrillas de papel para adornar cócteles hawaianos. En tal caso, en algún sitio de Estados Unidos debe haber una empresa de alto crecimiento que se dedica a fabricar recuerdos para celebraciones que merece ser examinada. Podría ser la siguiente Stop & Shop.

***Si va a quedarse con algo de esta última sección, espero que sea lo siguiente:***

- A lo largo del próximo mes, año o trienio, el mercado caerá bruscamente en algún momento.
- Las caídas del mercado son grandes oportunidades para comprar acciones de las empresas que a usted le gusten. Las correcciones —tal como define Wall Street las caídas severas— hacen que empresas extraordinarias coticen a precios de saldo.
- Es imposible predecir la evolución del mercado a uno o dos años vista.
- Para obtener beneficios no es necesario estar siempre en lo cierto, ni siquiera la mayor parte del tiempo.

- Las grandes ganadoras son siempre una sorpresa para mí, y más aún las absorciones. Obtener grandes resultados es una cuestión de años, no de meses.
- Los distintos tipos de acciones llevan asociados distintos tipos de riesgos y recompensas.
- Se puede hacer mucho dinero componiendo ganancias del 20 y del 30 por ciento en valores estables.
- A menudo los precios de las acciones se mueven en sentido opuesto al de los fundamentales de las empresas, pero a largo plazo se impone el sentido y la sostenibilidad de los beneficios.
- Que una empresa lo esté haciendo mal no significa que no lo pueda hacer peor.
- Que suba la cotización no significa que sea un acierto.
- Que baje una cotización no significa que sea un error.
- Las empresas estables con alta participación institucional y una gran cobertura por parte de Wall Street, con rendimientos superiores al mercado y precios excesivamente altos, se dirigen al estancamiento o a la devaluación.
- Comprar una empresa con perspectivas mediocres solo porque sus acciones están baratas es una estrategia perdedora.
- Vender una excelente empresa de alto crecimiento porque da la impresión de que sus acciones están algo sobrevaloradas es una estrategia perdedora.
- Una empresa solo crece si hay alguna razón para ello, y las empresas de alto crecimiento no van a mantener ese ritmo eternamente.
- No se pierde nada por no tener en cartera un valor ganador, ni siquiera si es un *10-bagger*.
- Una acción no sabe que tú eres su propietario.
- Si una de tus acciones tiene un comportamiento extraordinario, no te quedes tan maravillado como para dejar de seguir su evolución.
- Si un valor baja hasta cero pierdes todo lo invertido, independientemente de si pagaste 50, 25, 5 o 2 dólares por ella.
- Una cuidadosa poda y rotación de las inversiones en función de los fundamentales de las empresas puede mejorar sus resultados. Cuando las cotizaciones no se ajustan a la realidad y existen mejores alternativas, es mejor vender y pasar a otra cosa.
- Cuando le salgan buenas cartas aumente la apuesta, y viceversa.
- Arrancando las flores y regando las malas yerbas no va a mejorar sus resultados.
- Si no está seguro de poder ganar al mercado, compre fondos de inversión y ahórrese un montón de trabajo y dinero.
- Mantenga la mente abierta a nuevas ideas.
- No hace falta «besar a todas las chicas». Yo me he perdido muchas *10-baggers* y eso no me ha impedido ganar al mercado.



## Epílogo

### Pillado con los pantalones subidos

Empecé este libro narrando una historia sobre unas vacaciones, así que quizá debería terminarlo con otra. Estamos en agosto de 1982. Carolyn, los niños y yo estamos apelotonados dentro del coche. Nos dirigimos a Maryland para asistir a la boda de la hermana de Carolyn, Madalin Cowhill. Tengo que hacer ocho o nueve paradas entre Boston y el lugar de la boda. Todas ellas, en empresas que cotizan en bolsa situadas en un radio de 150 kilómetros de la ruta óptima.

Recientemente Carolyn y yo hemos firmado un contrato de compra de una casa nueva. El 17 de agosto expira el plazo para anular el acuerdo sin perder el 10 por ciento que hemos abonado. Me recuerdo a mí mismo que esa cantidad equivale a mis tres primeros años de sueldo en Fidelity.

La compra de la casa exige una considerable dosis de confianza en mis futuros ingresos, que a su vez depende estrechamente del futuro empresarial de Estados Unidos.

Últimamente, los ánimos han estado bajos. Las tasas de interés han subido hasta los dos dígitos y alguna gente ha empezado a temer que pronto estemos tan mal como Brasil, mientras que otros tienen la certeza de que pronto estaremos tan mal como en los años treinta. Los burócratas más sensatos se preguntan si deberían aprender a pescar, cazar y recolectar bayas, para partir con ventaja con respecto a los millones de desempleados que en breve irán camino de los bosques. El índice industrial Dow Jones se mueve en los setecientos puntos, mientras que una década atrás lo hacía en los novecientos.

Si en verano de 1987 reinaba el optimismo, en el de 1982 sucedía todo lo contrario. Apretamos los dientes y decidimos no cancelar la compra de la casa. En algún lugar de Connecticut nos damos cuenta de que la nueva casa ya es nuestra. Lo malo es cómo lograremos pagarla a largo plazo.

Dejando todo esto al margen, paro para visitar Insilco, en Meriden, Connecticut. Carolyn y los niños se quedan tres horas en un salón de videojuegos, investigando sobre Atari. Al terminar mi reunión, llamo a la oficina. Me dicen que el mercado ha subido 38,8 puntos. Arrancando desde los 779 puntos, esto equivale a los 120 puntos que subió en un día en el verano del 88. De pronto la gente está exultante. Y mayor es el entusiasmo el 20 de agosto, cuando el mercado sube otros 30,7 puntos.

De la noche a la mañana, todo ha cambiado. Los que habían reservado sus plazas de *camping* en el bosque regresan a toda prisa para comprar cualquier acción que tengan a su alcance. Se encaraman unos sobre otros para subirse al nuevo mercado alcista. Se abre una alocada carrera para invertir en todo tipo de proyectos prósperos que hace una semana se daban por muertos.

En mi caso, yo no tengo nada especial que hacer. Lo tengo todo invertido, tanto antes como después de este repunte. Siempre lo tengo todo invertido. Es estupendo sentir que te han pillado con los pantalones subidos. Por otro lado, no puedo salir corriendo a comprar más acciones. Debo visitar Uniroyal en Middlebury, Connecticut, y después Armstrong Rubber, en New Haven. Al día siguiente tengo que hacer una parada en Long Island Lighting, en Mineola, Nueva York, y en Hazeltine, en Commack. Al día siguiente toca Philadelphia Electric y Fidelcor, en Filadelfia. Si pregunto lo suficiente quizá aprenda algo que no sabía. Y no puedo dejar de ir a la boda de mi cuñada. Para que a uno le vayan bien las cosas en bolsa debe mantener sus prioridades en orden.

## Agradecimientos

Debo agradecer a varias personas e instituciones la generosa y competente ayuda que me han prestado para la elaboración de esta versión actualizada de *Un paso por delante de Wall Street*. Estoy en deuda con Doe Coover, agente literario; Paula Caputo, directora de *marketing* de Fidelity Capital; y Ellen Hoffman, de Devonshire Publishing, por su apoyo en términos generales; también con Ned Davis Research; FactSet; Dow Jones; Scott Machovina, de Fidelity Market Research; y el equipo técnico de Fidelity, especialmente a Patricia Mulderry, Denise Russell, Shawn Bastian y Krista Wilshusen, por su trabajo de recogida y verificación de datos; por último, con Airie Dekidjiev y Doris Cooper, de Simon & Schuster, por su asistencia editorial.

Desde los años sesenta he tenido la inmensa fortuna de formar parte de una familia singular, Fidelity Management and Research, conocida cariñosamente como Fido. Fido es un tinglado sentimental y pasado de moda, ubicado con gran acierto en un edificio antiguo de nueve plantas en Boston, donde la gente se lleva bien pese a sus divergencias, donde los debates sobre acciones no derivan en guerras entre cubículos de oficina, y donde los cumpleaños aún se celebran con fiesta y pastel.

Son tantas las personas que me han inspirado que debería dedicar un capítulo entero a dar una lista con sus nombres. A continuación nombro a algunos de ellos, y expreso mis sinceras disculpas a los omitidos.

Me gustaría dar las gracias a las siguientes personas, con las que he tratado durante los últimos quince o veinte años y en algún caso desde 1966: el difunto Mike Allara, Sam Bodman, Donald Burton, Bill Byrnes, el difunto Warren Casey, Sandy Cushman, Leo Dworsky, Dorsey Gardner, Joe Grause, Allan Gray, Barry Greenfield, Dick Haberman, Bill Hayes, Bob Hill, el difunto Mr. Johnson II, Ned Johnson, Bruce Johnstone, Caleb Loring, Malcolm MacNaught, Jack O'Brien, Patsy Ostrander, el difunto Frank Parrish, Bill Pike, Dick Reilly, Dick Smith, Cathy Stephenson, el difunto D. George Sullivan, John Thies y George Vanderheiden.

He recibido también una ayuda inestimable de parte de un entregado grupo de gestores de fondos, entre los que figuran el difunto Jeff Barmeyer, Gary Burkhead, William Danoff, George Domolky, Bettina Doulton, Bill Ebsworth, Rich Fentin, Karie Firestone, Bob Haber, Steve Kaye, Alan Leifer, Brad Lewis, Steve Peterson, Ken Richardson, Bob Stansky, Beth Terrana y el difunto Ernest Wiggins.

También me ha ayudado el extraordinario equipo de traders que compran y venden valores para Magellan Fund, y quisiera dar las gracias en especial a quienes hicieron posible una armoniosa transición desde un fondo pequeño a una sociedad de miles de millones de dólares: Robert Burns, Carlene De Luca O'Brien y Barry Lyden.

Más allá de Fidelity, y a pesar de todo lo que he dicho acerca de las limitaciones de los profesionales de Wall Street, he contado con la ayuda de amigos y colegas de

dos colectivos distintos: los analistas de la comunidad de los correderos de bolsa, y los gestores de otros fondos. De nuevo citaré solo a unos cuantos, y presento mis disculpas a los muchos que después me vendrán a la cabeza.

**Lista de analistas:**

John Adams, Adams, Harkness & Hill.  
Mike Armellino, Goldman, Sachs & Co.  
Steve Berman.  
Allan Bortel.  
Jon Burke.  
Norm Caris, Gruntal & Co.  
Tom Clephane, Morgan Stanley & Co.  
Art Davis.  
Don DeScenza (fallecido), Nomura Securities.  
David Eisenberg, Sanford Bernstein.  
Jerry Epperson.  
Joe Fazzano.  
Dick Fredericks.  
Jonathan Gelles.  
Jane Gilday, McKinley Allsopp.  
Maggie Gilliam.  
Tom Hanley.  
Herb Hardt, Monness, Crespi, Hardt & Co., Inc.  
Brian Harra, Brean Murray, Foster Securities.  
Ira Hirsch, The Fourteen Research Corp.  
Ed Hyman.  
Sam Isaly.  
Lee Isgur.  
Robert Johnson.  
Joe Jolson.  
Paul Keleher.  
John Kellenyi.  
Dan Lee.  
Bob Maloney, Wood Gundy Corp.  
Peter Marcus.  
Jay Meltzer, Goldman Sachs & Co.  
Tom Petrie.  
Larry Rader.  
Tom Richter, Robinson Humphrey.  
Bill Ritger, Dillon Reed& Co.

Elliot Schlang.  
Elliot Schneider, Gruntal & Co.  
Rick Schneider.  
Don Sinsabaugh, Swergold, Chefitz & Sinsabaugh.  
Stein Soelberg, Baird, Patrick & Co.  
Oakes Spalding.  
Stewart Spector.  
Joseph Stechler, Stechler & Co.  
Jack Sullivan (fallecido), Van Kasper & Co.  
David Walsh.  
Skip Wells, Adams, Harkness & Hill.

### **Gestores de fondos.**

James Roger Bacon, Putnam Management.  
George Boltres, Tiedman, Karlin, Boltres.  
Tom Cashman, Massachusetts Financial Services.  
Ken Cassidy, Cassidy Investments.  
Tony Cope.  
Richard Corneliuson.  
Gerald Curtis, Webster Management.  
Peter deRoetth, Account Management.  
Tom Duncan, Frontier Capital Management.  
Charles Flather, Middlegreen Associates.  
Richard Frucci, Putnam Management.  
Mario Gabelli, Gabelli & Company.  
Bob Gintel, Gintel & Company.  
Dick Goldstein, Richard Goldstein Investments.  
Jon Gruber, Gruber Capital Management.  
Paul Haagensen, Putnam Management.  
Bill Harris (retirado), Massachusetts Financial Services.  
Ken Heebner, Capital Growth Management.  
Philip Hempleman, Ardsley Partners.  
Ed Huebner (fallecido), Hellman, Jordan Management.  
Richard Jodka.  
H. Alden Johnson, Jr. (fallecido), Massachusetts Financial Services.  
Donald Keller, Rotten & Sullivan.  
David Knight, Knight, Bain, Seath & Holbrook.  
Kathy Magrath, Valuequest.  
Terry Magrath, Valuequest.  
Ed Mathias, The Carlyle Group.

Joe McNay, Essex Investment Management.  
Bill Miller, Legg Mason.  
Neal Miller, Fidelity.  
David Mills.  
Ernest Monrad, Northeast Investors.  
John Neff (retirado), Wellington Management.  
Michael Price, MFPIinvestors, LLC.  
Jimmy Rogers.  
Binkley Shorts, Wellington Management.  
Rick Spillane, Eaton Vance (ahora Fidelity).  
Richard Strong, Strong Corneliuson.  
Eyk Van Otterloo, Grantham, Mayo, Van Otterloo.  
Ernst H. von Metzch, Wellington Management.  
Wally Wadman, Constitution Research & Management Inc.  
Matt Weatherbie, M. A. Weatherbie & Co. Inc.

Debo un agradecimiento especial a un hombre extraordinario que ha sido amigo de mi familia durante más de cuarenta años: el padre John J. Collins, C. de J., del Boston College. Como presidente del departamento de finanzas, me transmitió muchos conocimientos valiosos durante mi etapa de estudiante. Más tarde bautizó a nuestras tres hijas, y ha sido una fuente continua de apoyo, tanto para mí como para otros cientos de estudiantes y titulados del Boston College.

Jamás hubiera podido escribir este libro sin la dura dedicación y perseverancia de Peggy Malaspina, de Malaspina Communications. Gracias también a Jane Lajoie y a Derrick Niederman, que dedicó meses a investigar y comprobar datos para este libro. Muchas gracias a Cathy Davis y Jack Cahill, de la biblioteca de investigación de Fidelity; a Robert Hill, del departamento técnico de Fidelity; a diversas personas del departamento de investigación de valores de Fidelity y otros gestores de fondos; a Bettina Doulton, por su especial colaboración; y a mis cuatro secretarias, que con tanta generosidad han acumulado horas extras de trabajo, Paula Sullivan, Evelyn Flynn, Natalie Trakas y Karen Cuneo.

Mi agradecimiento especial a Bob Bender, editor jefe, a Simon & Schuster y a Doe Coover, de Doe Coover Agency, por su colaboración en este trabajo desde el principio hasta el final.

Por último, debo rendir el mayor tributo a John Rothchild por hacer posible este libro. Su actitud, talento, flexibilidad y extraordinaria dedicación a lo largo del último año han tenido un valor inestimable para mí.



PETER LYNCH (19 de enero de 1944, Newton, Massachusetts) dirigió el Fidelity Magellan Fund entre 1977 y 1990, que bajo su liderazgo fue uno de los fondos de inversión más exitosos de todos los tiempos. Después llegaría a ser el vicepresidente de Fidelity y, más recientemente, se ha convertido en un prominente filántropo especialmente activo en el área de Boston, donde reside. En la actualidad, Peter Lynch es vicepresidente de Fidelity Management & Research Company. Entre sus libros destacan, *Beating the Street* y *Learn to Earn*, todos ellos escritos junto al que fuera columnista financiero de las revistas *Time* y *Fortune*, John Rothchild.

# **Notas**

[1] Tal como se irá viendo en el resto del libro, una *2-bagger* es para el autor una inversión que duplica su valor, una *3-bagger* una que lo triplica, etc. (*N. del t.*) <<

[2] Las S&L son el equivalente americano de las Cajas de Ahorro. (*N. del t.*) <<

[3] La expresión inglesa original *old hat* es sin duda más obsoleta que la expresión castellana que propongo como equivalente, aunque esta no deja de serlo. (*N. del t.*)

<<

[<sup>4</sup>] Téngase en cuenta que las *puntocom* eran empresas de reciente creación, sin un historial de beneficios previo a su salida a bolsa. (*N. del t.*) <<

[5] En castellano se usan también las siglas inglesas, donde E corresponde a *earnings* (beneficios). (*N. del t.*) <<

[6] Alegoría creada por el padre del análisis fundamental, Benjamin Graham, para ilustrar el comportamiento maníaco-depresivo de los mercados financieros. (*N. del t.*)

<<

[7] Agencia Tributaria estadounidense. (*N. del t.*) <<

[8] Su traducción sería operadores de día. (*N. del t.*) <<

[9] *Pink slips* (papelitos rosas) son el documento legal que en Estados Unidos reciben los trabajadores en el momento de su despido. (*N. del t.*) <<

[10] A lo largo de este libro nos encontraremos a veces con la complicación que supone la partición de las acciones de una compañía: dos por una, tres por una, etc. Si usted invierte 1000 dólares en 100 acciones de la Empresa X a 10 dólares por acción, y se realiza una partición de dos por una, usted será propietario de 200 acciones de 5 dólares. Dos años más tarde, pongamos, el precio de la acción ha subido a 10 dólares por acción y usted ha doblado su dinero. Sin embargo, a ojos de una persona que no supiera nada de la partición, parecería que usted se ha quedado igual: compró sus acciones a 10 y siguen valiendo 10.

En el caso de Subaru, la acción nunca llegó a venderse por 312 dólares. Se produjo una partición de ocho por una justo antes de que su precio tocara techo, de modo que la acción valía 39 dólares ( $312/8$ ) en aquel momento. Para ajustarse a este precio, todos los valores previos a la partición deben dividirse por 8. En particular, el precio mínimo de 2 dólares en 1977 se queda tras el ajuste en 25 céntimos la acción ( $2/8 = 0,25$ ), aunque nunca se vendieron realmente por 25 céntimos.

Las empresas prefieren en general no tener precios demasiado altos por acción en términos absolutos, lo cual es una de las razones por las que se declaran particiones.

<<

[11] En este caso el autor pretende darle a la expresión un matiz jurídico. Como cuando en un contrato se escribe Fulanito de Tal (en adelante El Comprador). (*N. del t.*) <<

[12] En su día se comercializaron con el nombre de Muñecas Repollo. (*N. del t.*) <<

[13] Revista feminista norteamericana. (*N. del t.*) <<

[<sup>14</sup>] Conocido en castellano como Paseo Aleatorio. (*N. del t.*) <<

[15] Empresa de autobuses norteamericana. (*N. del t.*) <<

[<sup>16</sup>] Se llaman tiendas de conveniencia a los establecimientos con menos de 500 m<sup>2</sup>, con un horario comercial superior a las 18 horas, un periodo de apertura de 365 días del año. De ahí el nombre popular de 24 horas. (*N. del t.*) <<

[<sup>17</sup>] Juego de palabras entre *jet lag* (descompensación horaria) y *Street* (referencia a Wall Street). (*N. del t.*) <<

[18] Es la Unión de Trabajadores más grande y diversa de Norteamérica. (*N. del t.*) <<

[19] Ebenezer Scrooge es el nombre del protagonista de la novela *Cuento de Navidad* de Charles Dickens. (N. del t.) <<

[<sup>20</sup>] Esta exención es válida en Estados Unidos. (*N. del t.*) <<

[<sup>21</sup>] Con esta expresión Lynch se refiere a los augures que estudiaban las entrañas de los animales para predecir el futuro. (*N. del t.*) <<

[22] Variación sobre la ya célebre broma (atribuida a Shaw) de que si todos los economistas del mundo se tumbaran uno junto al otro no llegarían a ninguna conclusión. (*N. del t.*) <<

[23] Me paso el día citando gráficos de acciones, y guardo desde hace largo tiempo un libro de gráficos en la oficina y otro en casa para rememorar eventos notables y humillantes.

Esos libros son para mí lo que para muchas personas son los álbumes de fotos familiares. Si toda mi vida hubiera de pasar ante mis ojos, apuesto a que vería el gráfico de Flying Tiger, mi primera 10-bagger; el de Apple Computer, una acción que redescubrí en parte gracias a mi familia; y el de Polaroid, que me recuerda la nueva cámara que mi esposa y yo nos llevamos en nuestra luna de miel. Eso fue en una era más primitiva, cuando debíamos esperar sesenta segundos de revelado antes de poder ver la imagen. Puesto que ninguno de los dos llevaba reloj, Carolyn usaba su formación en fisiología y contaba los segundos con su pulso. <<

[24] Ivan Boesky es un arbitrajista encarcelado en los años ochenta por uso de información privilegiada. (*N. del t.*) <<

[25] En inglés el juego de palabras funciona algo mejor:  
*diversification/diworseification.* (N. del t.) <<

[26] Los tres chiflados (*The Three Stooges* en inglés) fue un grupo de actores cómicos estadounidenses, activo entre 1922 y 1970. (N. del t.) <<

[27] Los asaltadores corporativos (*corporate raiders*) eran inversores que lanzaban opas hostiles contra conglomerados mal gestionados. Normalmente financiaban la compra con grandes cantidades de deuda que repagaban mediante el troceamiento de la empresa y la venta de sus activos más valiosos. (N. del t.) <<

[28] Juego de palabras con un verso del poeta inglés Charles Caleb Colton: «*Imitation is the sincerest form of flattery/battery*». [La imitación es la forma más sincera de adulación/agresión]. (N. el t.) <<

[29] *Pink sheets* (hojas rosas) es una publicación diaria elaborada por el National Quotation Bureau, con ofertas y demandas. Debe su nombre a que están impresas en papel color rosa. (*N. del t.*) <<

[30] Literalmente algo así como Masco Productos de Rosca, pero *screw* tiene también acepciones malsonantes, que es por donde va el autor. (*N. del t.*) <<

[31] Algunas personas confunden los dividendos con los beneficios de los que hemos estado hablando en este capítulo. Los beneficios de una empresa es lo que esta se queda cada año después de deducir todos los gastos e impuestos. El dividendo es lo que paga a los accionistas regularmente como la parte que les corresponde de los beneficios. Una empresa puede tener unos beneficios estupendos y sin embargo no pagar ningún dividendo. <<