

---

COLECCIÓN DE LIBROS DE INVERSIÓN COBAS - DEUSTO

---

BATIENDO  
A WALL  
STREET

---

PETER  
LYNCH



c o b a s  
asset management

**DEUSTO**

## Índice

Portada	
Dedicatoria	
Prólogo	
Prefacio	
Prefacio a la edición en rústica	
Introducción. Escapar del yugo	
Capítulo 1. El milagro de Santa Inés	
Capítulo 2. Los preocupados de fin de semana	
Capítulo 3. Un tour por la gestora	
Capítulo 4. Gestionando Magellan: los primeros años	
Capítulo 5. Magellan: los años intermedios	
Capítulo 6. Magellan: los últimos años	
Capítulo 7. Arte, ciencia y trabajo de campo	
Capítulo 8. Comprando acciones	
Capítulo 9. Explorando con malas noticias: cómo el colapso del sector inmobiliario me llevó a Pier 1	
Capítulo 10. Un corte de pelo apurado en Supercuts	
Capítulo 11. Flores en el desierto: grandes compañías en industrias pésimas	
Capítulo 12. Es una compra fantástica	
Capítulo 13. Las cooperativas de ahorros y préstamos en profundidad	
Capítulo 14. Sociedades limitadas maestras: un trato con la rentabilidad	
Capítulo 15. Los cíclicos: quien siembra recoge	
Capítulo 16. Armas nucleares en apuros: CMS Energy	
Capítulo 17. Las rebajas de garaje del Tío Sam: Allied Capital II	
Capítulo 18. Mi diario Fannie Mae	
Capítulo 19. Un tesoro en el jardín	
Capítulo 20. Restaurantes: poniendo tu dinero donde está tu boca	
Capítulo 21. La revisión semestral	
Las 25 Reglas de Oro	
Epílogo	

Agradecimientos

Notas

Créditos

**Gracias por adquirir este eBook**

Visita [Planetadelibros.com](http://Planetadelibros.com) y descubre  
una  
nueva forma de disfrutar de la lectura

---

**¡Regístrate y accede a contenidos  
exclusivos!**

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

**PlanetadeLibros**

---

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



**Explora**

**Descubre**

**Comparte**

*A mi mujer, Carolyn, y a nuestras hijas Mary, Annie y Beth.  
A mis hermanos, Eugene Lynch y Thomas Lynch,  
y a mi primo Thomas Leahy.*

## Prólogo

Comenzamos nuestra colección con el segundo libro de Peter Lynch, *Batiendo a Wall Street*. Lo escribió después de retirarse de la gestión activa a los cincuenta años. Quería dedicar tiempo a su familia y no podía hacerlo con el ritmo de trabajo que suponía gestionar el fondo Fidelity Magellan. En esta ocasión trata asuntos más variados que los de su famoso primer libro: fondos de inversión, su experiencia gestionando, análisis de algunas de sus inversiones, etc. Lo hace con su inimitable e informal estilo, con anécdotas y numerosos ejemplos que ayudan en la explicación.

Continúa con la senda didáctica iniciada en *Un paso por delante de Wall Street* (Deusto, 2015), ya muy conocido por los inversores value, lo que le hace enormemente comprensible para cualquier lector.

En el primer capítulo insiste en animar a los no profesionales a invertir, explicando que el 61 por ciento del conjunto de clubs de inversión americanos ha batido el índice. La clave para ello no es tanto la selección de valores como lo es la inversión sistemática: si hubieras invertido 1.000 dólares el 1 de enero cada año desde 1940 (52.000 dólares en total), en 1992 hubieras tenido un capital de 3.554.227 dólares. El que hubiera además invertido otros 1.000 dólares cada vez que el mercado caía un 10 por ciento hubiera convertido los 83.000 dólares en 6.295.000. Está clara la bondad de aproximarse a la inversión evitando las emociones.

En el capítulo 2 resalta la exagerada atención a los detalles negativos que ocurren a nuestro alrededor, especialmente los relacionados con la economía. La realidad es que el crecimiento económico global ha sido extraordinario desde hace décadas y continuará siéndolo. Los mercados, por tanto, se comportarán razonablemente bien, y podremos disfrutar de sus resultados.

Y ello a pesar de los continuos sobresaltos: nos recuerda como en los setenta años anteriores a la edición de su libro ha habido cuarenta caídas superiores al 10 por ciento y 13 superiores al 33 por ciento. A ello habría que unir las ocurridas en los últimos veinticinco años.

En el capítulo 3 nos ayuda a buscar el fondo adecuado. Insiste para ello en la bondad de las acciones respecto a los bonos, y nos recomienda invertir lo máximo posible en fondos de acciones. Nos da algunos consejos para navegar la complicada aventura de encontrar el fondo ideal, aunque la dificultad de la tarea no permite dar una respuesta definitiva.

En los tres siguientes capítulos Lynch da un repaso a sus años como gestor del Magellan Fund. Tuvo la gran ventaja de que durante los cuatro primeros años el fondo no fue comercializado activamente por Fidelity, lo que le permitió trabajar con tranquilidad. Resalta que la independencia de la que disfrutó es rara en las grandes entidades financieras, donde cualquier error no se perdona.

Nos aclara que él no se considera un inversor de compañías de crecimiento, aunque siempre le gustaron los restaurantes y «minoristas» que crecían por todo el país. Invertía en todo tipo de valores, y lo hacía con una enorme convicción, llegando a acumular en un único sector el 25 por ciento del patrimonio.

También explica que el elevado número de compañías en la cartera, más de 1.000 en ciertos momentos, era engañoso, ya que en un número muy inferior tenía el 70 por ciento de concentración.

En la segunda parte del libro repasa el proceso de análisis para sus 21 recomendaciones a la prestigiosa Tabla Redonda del semanal *Barron's* en 1992.

El proceso siempre es el mismo, una visita *in situ* al negocio en cuestión, acompañada por una exhaustiva lectura de las Memorias Anuales y cualquier documentación que le pueda ser útil.

Habla de clásicos como Wal-Mart o Toll Brothers, pero especialmente interesantes son los dos capítulos dedicados a las S&L (Savings and Loans, equivalentes a las Cajas de Ahorros españolas) y el dedicado a las MLP

(Master Limited Partnerships, precursoras de las SOCIMIS españolas). También el repaso dedicado a las compañías cíclicas, con especial énfasis en su capacidad para sobrevivir a la parte baja del ciclo, es intemporal.

Lynch termina con veinte recomendaciones que resumen gran parte de su filosofía, y que serán muy productivas para todo aquel que consiga seguirlas.

Volver a leer este libro después de 25 años ha sido un estupendo ejercicio para mí. Me ha hecho reflexionar sobre algunos aspectos del proceso inversor y posiblemente me ayudará en las decisiones futuras. Espero que al lector le ocurra lo mismo.

FRANCISCO GARCÍA PARAMÉS



## Prefacio

Apagué mi terminal Quotron<sup>1</sup> en el fondo Fidelity Magellan el 31 de mayo de 1990. Esto fue exactamente trece años después de empezar a trabajar allí. Por aquel entonces, Jimmy Carter era presidente y había reconocido haber mirado a muchas mujeres con lujuria en el fondo de su corazón. También yo he mirado con lujuria en el fondo de mi corazón, lujuria por las acciones.<sup>2</sup> Al final, creo que adquirí más de 15.000 valores para los partícipes de Magellan, y muchos de ellos más de una vez. No es de extrañar que tuviera una reputación de nunca haberme quedado una acción que no me gustase.

Mi marcha fue súbita, pero no fue algo que decidiese de la noche a la mañana. La labor de mantener el seguimiento de tantas compañías había comenzado a pasarme factura a mediados de década, al tiempo que el Dow Jones llegaba a los 2.000 y yo llegaba a los 43. Disfrutaba mucho gestionando una cartera del tamaño del PNB de Ecuador, pero también echaba de menos estar en casa para ver crecer a mis hijas. Cambian muy rápido. Prácticamente se tenían que presentar cada fin de semana. Estaba pasando más tiempo con Fannie Mae, Freddie Mac y Sallie Mae que el que pasaba con ellas.

Cuando empiezas a confundir Freddie Mac, Sallie Mae y Fannie Mae con miembros de tu familia, y recuerdas 2.000 símbolos de valores pero olvidas el cumpleaños de tus hijas, hay una importante probabilidad de que te hayas obsesionado con tu trabajo.

En 1989, con la Gran Corrección de 1987 ya a nuestras espaldas y el mercado navegando plácidamente, yo estaba celebrando mi cuarenta y seis cumpleaños con mi mujer Carolyn y mis hijas Mary, Annie y Beth. En mitad de la fiesta, tuve una revelación. Recordé que mi padre había fallecido cuando tenía cuarenta y seis años. Empiezas a sentirte mortal cuando te das cuenta que ya has vivido más que tus padres. Empiezas a reconocer que tú sólo vas a existir poco tiempo, mientras que vas a estar muerto mucho. Empiezas a desear

haber visto más obras del colegio y encuentros de esquí y partidos de fútbol por las tardes. Recuerdas que nadie en su lecho de muerte dijo jamás: «Ojalá hubiera pasado más tiempo en la oficina».

Intenté convencerme a mí mismo de que mis hijas requerían menos atención de la que tuvieron cuando eran más pequeñas. En mi interior, sabía que la verdad era justo lo contrario. Durante los terribles «dos años» corren por todas partes, y los padres tienen que ponerles tiritas, pero poner tiritas a un bebé requiere menos tiempo y esfuerzo que ayudar a adolescentes con sus deberes de español o las matemáticas que hemos olvidado, o llevarles por enésima vez a la pista de tenis o al centro comercial, o darles ánimos tras el último revés sufrido por el hecho de ser adolescentes.

En los fines de semana, para tener alguna esperanza de estar al día con los adolescentes y sus pensamientos, los padres deben escuchar su música y hacer un esfuerzo superficial de recordar los nombres de los grupos de rock, y acompañarles a ver películas que de otra forma ningún adulto querría ver jamás. Yo hice todo esto, pero con poca frecuencia. Los sábados, estaba sentado en mi escritorio con una montaña de papeles. En las pocas ocasiones que llevaba a los niños al cine o a pizzerías, observaba desde un ángulo de inversión. Fueron ellos los que me introdujeron a Pizza Time Theater, una acción que desearía no haber comprado, y Chi-Chi's, una que ojalá sí hubiese tenido.

En 1990, Mary, Annie y Beth tenían quince, once y siete años, respectivamente. Mary estaba en el internado y volvía a casa sólo algunos fines de semana. Durante el otoño jugó siete partidos de fútbol, y yo había llegado a ver sólo uno. Aquél fue también el año en el que las tarjetas de Navidad de la familia Lynch salieron con tres meses de retraso. Guardamos cuadernos de recuerdos de los logros de nuestras hijas, llenos de montones de ellos que aún no habíamos pegado.

Las noches que no me quedaba hasta tarde en la oficina, me podían encontrar asistiendo a una reunión de una de las varias organizaciones filantrópicas y cívicas en cuyos consejos me había ofrecido voluntariamente a servir. A menudo, estas organizaciones me ponen en sus comités de inversión. Seleccionar valores para causas dignas era el mejor de todos los mundos posibles, pero las demandas de mis actividades pro bono continuaban

creciendo, a la par que las demandas del fondo Magellan, y por supuesto mis hijas, cuyos deberes eran cada vez más y más difíciles, y que había que llevar a más y más clases y actividades cada día.

Mientras, veía a Sallie Mae en mis sueños, y mi mujer Carolyn y yo teníamos los encuentros más románticos cuando nos cruzábamos entrando y saliendo de la autopista. En mi chequeo médico anual, le confesé a mi doctor que el único ejercicio que hacía era cepillarme los dientes. Era consciente de que no había leído un libro en los últimos dieciocho meses. En dos años, había visto tres óperas, *El holandés errante*, *La Bohème* y *Fausto*, pero ni un solo partido de fútbol americano. Esto me llevó al Principio de Peter número 1:

**Cuando las óperas superan en número a los partidos de fútbol americano por tres a cero, sabes que hay algo que está mal en tu vida.**

A mitad de 1990, vi con claridad que tenía que dejar mi trabajo. Recuerdo que el homónimo de mi fondo, Fernando de Magallanes, también se retiró joven a una remota isla del Pacífico, aunque lo que le sucedió posteriormente (destrozado por furiosos nativos) fue suficiente para darme una pausa. Deseando evitar un desenlace similar en manos de partícipes furiosos, me reuní con Ned Johnson, mi jefe en Fidelity, junto con Gary Burkhead, director de operaciones, para discutir una «salida suave».

Nuestra reunión fue directa al grano y amigable. Ned Johnson sugirió que permaneciese como responsable de grupo de todos los fondos de renta variable de Fidelity. Me ofreció darme un fondo más pequeño para gestionar, uno de, digamos, 100 millones de dólares en activos en contraposición a los 12.000 millones de dólares con los que tenía que lidiar. Pero incluso quitando unos cuantos ceros, me daba la impresión de que un nuevo fondo requeriría la misma carga de trabajo que el antiguo, y volvería a pasar los sábados en la oficina. Decliné el amable ofrecimiento de Ned.

Aunque ignorado por la mayoría, también había estado gestionando un fondo de pensiones de 1.000 millones de dólares de empleados de varias compañías, incluyendo Kodak, Ford y Eaton, teniendo Kodak la mayor participación. Este fondo de pensiones tenía un mejor historial que el de

Magellan porque podía invertir el dinero con muchas menos restricciones. Por ejemplo, un fondo de pensiones podía poner más de un 5 por ciento de sus activos en una única acción, mientras que un fondo de inversión no puede.

La gente en Kodak, Ford y Eaton querían que continuara gestionando su fondo de pensiones tanto si abandonaba Magellan como si no, pero también decliné su amable invitación. Fuera de Fidelity, también había recibido numerosas ofertas para empezar el Fondo Lynch, una variedad de fondo cerrado cotizado en el NYSE (New York Stock Exchange). Los futuros promotores decían que podían vender acciones por valor de miles de millones de dólares en una rápida gira a unas pocas ciudades.

El atractivo de un fondo cerrado desde la perspectiva de un gestor es que el fondo nunca perderá su base de clientes, con independencia del mal rendimiento que obtenga el gestor. Eso es porque los fondos cerrados están cotizados en mercados de valores, al igual que Merck o Polaroid o cualquier otra acción. Por cada vendedor de un fondo cerrado tiene que haber un comprador, así que el número de acciones siempre permanece intacto.

Esto no sucede en un fondo abierto como era el caso de Magellan. En un fondo abierto, cuando un partícipe quiere salir, el fondo debe pagar a la persona el valor de sus participaciones en efectivo, y el tamaño del fondo se ve reducido en ese importe. Un fondo abierto impopular puede ver su tamaño reducido rápidamente a medida que sus clientes se marchan a fondos rivales o al mercado monetario. Es por eso por lo que los gestores de un fondo abierto no duermen tan bien como los de un fondo cerrado.

Un Fondo Lynch de 2.000 millones de dólares cotizado en el NYSE habría continuado siendo un fondo de 2.000 millones de dólares para siempre (a menos que hubiese hecho una serie de inversiones horribles y hubiese perdido el dinero de esa forma). Habría seguido recibiendo 75 puntos básicos (15 millones de dólares) como mi comisión anual, año tras año.

En términos monetarios, era una proposición tentadora. Podría haber contratado a un puñado de analistas para seleccionar valores, reducir mis horas de oficina a un mínimo placentero, jugado al golf, pasado más tiempo con mi mujer y con mis hijas y además haber visto a los Red Sox, los Celtics y *La Bohème*. Tanto si batiese al mercado como si no, habría seguido recibiendo la misma generosa nómina.

Sólo había dos problemas en este acuerdo. El primero era que mi tolerancia a ir a la zaga del mercado es excedida enormemente por mi deseo de batirlo. El segundo era que siempre he creído que los gestores de fondos deberían seleccionar sus propios valores. Una vez más, habría vuelto a estar donde empecé, atrapado en la oficina del Fondo Lynch los sábados, perdido entre pilas de informes anuales, un hombre con una cuenta corriente más abultada pero más pobre en tiempo que nunca.

Siempre he sido escéptico de los millonarios que se congratulan a sí mismos por alejarse de la oportunidad de enriquecerse aún más. Darle la espalda a una futura nómina abultada es un lujo que muy poca gente se puede permitir. Pero si uno tiene la fortuna de haber sido recompensado en la vida hasta el grado en el que yo he sido, llega un punto en el que debes decidir entre convertirte en un esclavo de tu propio patrimonio dedicando el resto de tu vida a incrementarlo o permitir que aquello que has acumulado empiece a servirte.

Existe una historia de Tolstói sobre un granjero. Un tipo de genio le ofrece toda la tierra que él pueda rodear a pie en un día. Después de correr a máxima velocidad durante varias horas, adquiere varios kilómetros cuadrados de valiosa propiedad, más tierra de la que podría cultivar en toda una vida, más que suficiente para hacerle a él y a su familia rica por generaciones. El pobre hombre está empapado en sudor y batallando por respirar. Piensa en detenerse, ¿qué sentido tiene continuar? Pero no puede ayudarse a sí mismo. Corría más para maximizar su oportunidad, hasta que finalmente cayó muerto fruto del agotamiento.

Éste era el final que deseaba evitar.

## Prefacio a la edición en rústica

La publicación de esta edición en rústica<sup>3</sup> me da la oportunidad de responder a los comentarios que he recibido de la edición de tapa dura, tanto de la prensa como de personas que llaman a programas nocturnos de radio.

Hay asuntos —en la edición de tapa dura— en los que pensé que había incidido suficientemente pero que los críticos nunca han mencionado. Sin embargo, hay otros que captaron la atención de los críticos y que yo no había previsto destacar. Es por eso que estoy encantado de tener este nuevo prefacio, donde puedo corregir lo que creo que son tres malentendidos.

Encabezando mi lista está aquello que pone a Lynch en un pedestal como el Babe Ruth<sup>4</sup> de la Inversión, criticando a las ligas menores y dándoles la falsa esperanza de que pueden hacerlo igual de bien que los profesionales de las grandes ligas. La comparación con Babe Ruth, aunque halagadora, es errónea en dos aspectos. En primer lugar, me han eliminado muy a menudo como para ser comparado con el Sultán del bateo. En segundo lugar, no creo que los jugadores de ligas menores, es decir, los pequeños inversores o inversores medios o el público en general deberían siquiera imitar a los profesionales de las grandes ligas.

Lo que he intentado transmitir es que el inversor medio no está en el mismo estadio que los gestores de fondos de inversión y de pensiones de Wall Street. El individuo es libre de muchas de las reglas que le dificultan la vida a los profesionales. Como inversor medio, no tiene que poseer más que un puñado de valores y puede hacer el análisis en su tiempo libre. Si ninguna empresa le llama la atención actualmente, puede permanecer en liquidez y esperar a una mejor oportunidad. No tiene que competir con sus vecinos, como hacen los profesionales, publicando sus resultados trimestrales en la tienda local.

La prueba de que el inversor medio lo puede hacer bastante bien, libre de las cargas que limitan a los profesionales, viene de la NAIC, la organización que representa a 10.000 clubs de inversión locales, que están compuestos por hombres y mujeres corrientes. Según la NAIC, el 69,4 por ciento de los clubs locales lograron batir al S&P 500 en 1992. Más de la mitad de estos clubs han batido al S&P en cuatro de los últimos cinco años. Parece que los clubs de inversión se están convirtiendo en más hábiles seleccionando valores y aprovechando todas las ventajas de su estatus de aficionados.

Si lo ha hecho bien como inversor, es probable que se deba a haber explotado su ventaja natural de ser un aficionado. Ha analizado sus propias inversiones y comprado acciones en buenas compañías que puede que Wall Street haya pasado por alto. El notable resultado de los fondos de bancos de ahorros mutuos y las empresas de ahorro y préstamos es una poderosa evidencia de que la inversión de barrio da sus frutos.

El malentendido número 2 es que Lynch piensa que todo el mundo debería de estar ahí fuera con calculadoras de mano, leyendo balances financieros, investigando compañías y comprando acciones. De hecho, millones de americanos deberían abstenerse de comprar acciones. Aquellos que no tienen ningún interés en investigar compañías y esconden la cabeza al ver un balance financiero, y que hojean los informes anuales sólo viendo las fotografías. Lo peor que uno puede hacer es invertir en compañías de las que no sabemos nada.

Desafortunadamente, comprar acciones desde la ignorancia todavía es un pasatiempo popular americano. Volvamos a la analogía deportiva. Cuando la gente descubre que no son buenos al béisbol o al hockey, guardan los bates y sticks y se aficionan al golf o coleccionan sellos o practican jardinería. Pero cuando la gente descubre que no son buenos seleccionando valores, es probable que continúen haciéndolo de todos modos.

La gente que no es buena eligiendo valores son precisamente los que dicen que están «jugando a la Bolsa», como si de un juego se tratara. Cuando «juegas a la Bolsa» estás buscando la gratificación instantánea sin tener que hacer ningún trabajo. Estás buscando la excitación que viene de poseer una acción una semana y otra la siguiente, o de comprar futuros y opciones.

Jugar a la Bolsa es un pasatiempo increíblemente dañino. Los jugadores de Bolsa puede que se pasen semanas estudiando sus programas de viajeros frecuentes, o simplemente mirando guías de viaje para planificar en detalle uno, pero dejarán esta tarea y sin pensarlo invertirán 10.000 dólares en una compañía de la que no saben nada. Hasta las personas que se toman en serio sus vacaciones caen atrapados jugando a la Bolsa. Todo el proceso es chapucero y está mal concebido.

Éste es un grupo que me gustaría abordar, los perdedores crónicos con un historial de seguir sus corazonadas. Compran IBM a 100 dólares por acción porque sienten que está lista para un resurgimiento o compran una acción de una empresa biotecnológica o una acción de un casino flotante porque han oído que está de moda.

Todo aquello que logran salvar de estas pérdidas lo acaban de perder en futuros sobre el marco alemán u opciones de compra sobre el S&P 500 porque tienen un presentimiento de que el S&P 500 va a subir este mes. Al final, están más convencidos que nunca de que Wall Street es un juego, pero eso se debe a que lo han convertido en uno.

El malentendido número 3 es que Lynch tiene predilección por los fondos de inversión. ¿Por qué debería de morder la mano que me da de comer? Los fondos de inversión de renta variable son la solución perfecta para personas que quieren poseer acciones sin tener que hacer su propio análisis. Los inversores de fondos de inversión de renta variable han prosperado con éxito en el pasado y no hay razón para dudar de que continuarán teniendo éxito en el futuro. No hay ninguna regla que diga que no puedes tener varios fondos de inversión. Incluso en un fondo de renta variable que fracase batiendo la media de mercado, es probable que los resultados sean satisfactorios. Los resultados a corto plazo son menos predecibles, y por esto es que no debería de comprar fondos de inversión de renta variable a menos que sepa que puede dejar el dinero durante varios años y tolerar las subidas y bajadas.

Estoy animado por la evidencia de que los inversores individuales están aprendiendo a no cogerle miedo a sus acciones o a sus fondos de inversión de renta variable durante las correcciones de mercado, como ocurrió en octubre de 1987. Hubo un período inquietante en 1989 cuando el índice Dow Jones Industrial Average cayó 200 puntos y otra fuerte caída de 500 puntos en 1990,



y en ambos casos el público general fue un comprador neto de acciones en el período posterior. Quizá, el mensaje de que las correcciones son tan habituales como las tormentas de nieve y no son el fin del mundo está comenzando a calar.

Un mensaje que no ha calado, aparentemente, es que a largo plazo poseer acciones es más enriquecedor que poseer bonos o certificados de depósito. Recientemente, me conmocioné al descubrir que en las cuentas de jubilación de miles de personas que han abierto en mi propia compañía, Fidelity, tan sólo un pequeño porcentaje del dinero es invertido en fondos de renta variable puros. La mayoría ha ido a parar a fondos monetarios, o fondos de bonos o fondos de acciones de rendimiento. Sin embargo, la historia muestra que sobre un largo período de tiempo, los activos crecerán mucho más rápido cuando están invertidos al cien por cien en acciones. Las cuentas de jubilación son el lugar perfecto para colocar acciones, porque el dinero puede estar ahí y crecer de 10 a 30 años.

## Introducción

### **Escapar del yugo**

Un gestor de fondos retirado sólo está cualificado para dar consejos de inversión, no consejos espirituales, pero lo que me inspira a retomar el púlpito es que una mayoría en la congregación continúa a favor de los bonos. Obviamente, deben de haberse dormido durante el último sermón, *Un paso por delante de Wall Street*, en donde traté de demostrar de una vez por todas que invertir dinero en acciones es mucho más rentable que hacerlo en bonos, certificados de depósito y cuentas monetarias. De lo contrario, ¿por qué si no el 90 por ciento de las inversiones en dólares de la nación están aparcados en estos espacios inferiores?

Durante los años ochenta, que fue la segunda mejor década para las acciones en la historia moderna (tan sólo los cincuenta fueron ligeramente más abundantes), ¡el porcentaje de los activos de los hogares invertidos en acciones disminuyó! De hecho, este porcentaje ha venido disminuyendo paulatinamente, de casi un 40 por ciento en los años sesenta a un 25 por ciento en los ochenta y a un 17 por ciento en los noventa. Mientras que el promedio industrial Dow Jones y otros índices multiplicaban su valor por cuatro, una masa de inversores se alejaba de las acciones. Incluso los activos invertidos en fondos de inversión de renta variable han disminuido de cerca de un 70 por ciento en 1980 a un 43 por ciento en 1990.

Esta calamidad para el futuro de la riqueza individual y nacional no puede permanecer incontestada. Permítame comenzar, por tanto, allí donde lo dejé la última vez: si quiere tener más dinero mañana del que tiene hoy, debe de poner una parte de sus activos en acciones. Puede que entremos en un mercado bajista y durante los próximos dos o tres años o incluso cinco años deseará no haber oído hablar de acciones. Pero el siglo XX ha estado lleno de

mercados bajistas, por no mencionar las recesiones, y pese a ello el resultado es incuestionable: tarde o temprano, una cartera de acciones o de fondos de renta variable resultará ser mucho más valiosa que una cartera de bonos o certificados de depósito o fondos de inversión monetarios. Ya está, lo he vuelto a decir.

La evidencia más persuasiva que he descubierto desde que argumenté este punto anteriormente puede encontrarse en el *Anuario Ibbotson SBBI, 1993*, capítulo 1, página 17, bajo el titular «Rentabilidades Medias Anuales para las décadas 1926-1989». Éste es un resumen de los beneficios que habría obtenido, año a año, invirtiendo su dinero en acciones del S&P 500, en acciones de pequeña capitalización, en bonos gubernamentales de largo plazo, en deuda corporativa de largo plazo, y en bonos del Tesoro a corto plazo. Los resultados se muestran en la Tabla I-1.

**TABLA I-1 Rentabilidades Medias Anuales  
para las décadas 1926-1989**

	1920s*	1930s	1940s	1950s	1960s	1970s	1980s
S&P 500	19,2%	0,0%	9,2%	19,4%	7,8%	5,9%	17,5%
Acciones de pequeña capitalización	-4,5%	1,4%	20,7%	16,9%	15,5%	11,5%	15,8%
Bonos Gubernamentales a largo plazo	5,0%	4,9%	3,2%	-0,1%	1,4%	5,5%	12,6%
<b>Bonos</b>							
Bonos corporativos a largo plazo	5,2%	6,9%	2,7%	1,0%	1,7%	6,2%	13,0%
Bonos del Tesoro	3,7%	0,6%	0,4%	1,9%	3,9%	6,3%	8,9%
Inflación	-1,1%	-2,0%	5,4%	2,2%	2,5%	7,4%	5,1%

\* Basado en el período 1926-1929.

† Fuente: *Anuario Ibbotson SBBI, 1993*.

Los genios de la inversión podrían haber puesto todo su dinero en acciones del S&P 500 en los años veinte, cambiarse en 1929 a bonos corporativos de largo plazo y conservarlos durante los años treinta, pasarse a compañías de pequeña capitalización en los años cuarenta, volver al S&P 500 en los años cincuenta, de vuelta a las compañías pequeñas en los sesenta y setenta y volver de nuevo al S&P 500 en los años ochenta. Las personas que siguieron esta inspiradora estrategia son ahora mil millonarios y viven en la

costa de Francia. Lo habría recomendado yo mismo, de haber sido tan listo como para saber de antemano qué es lo que iba a suceder. En retrospectiva, es bastante obvio.

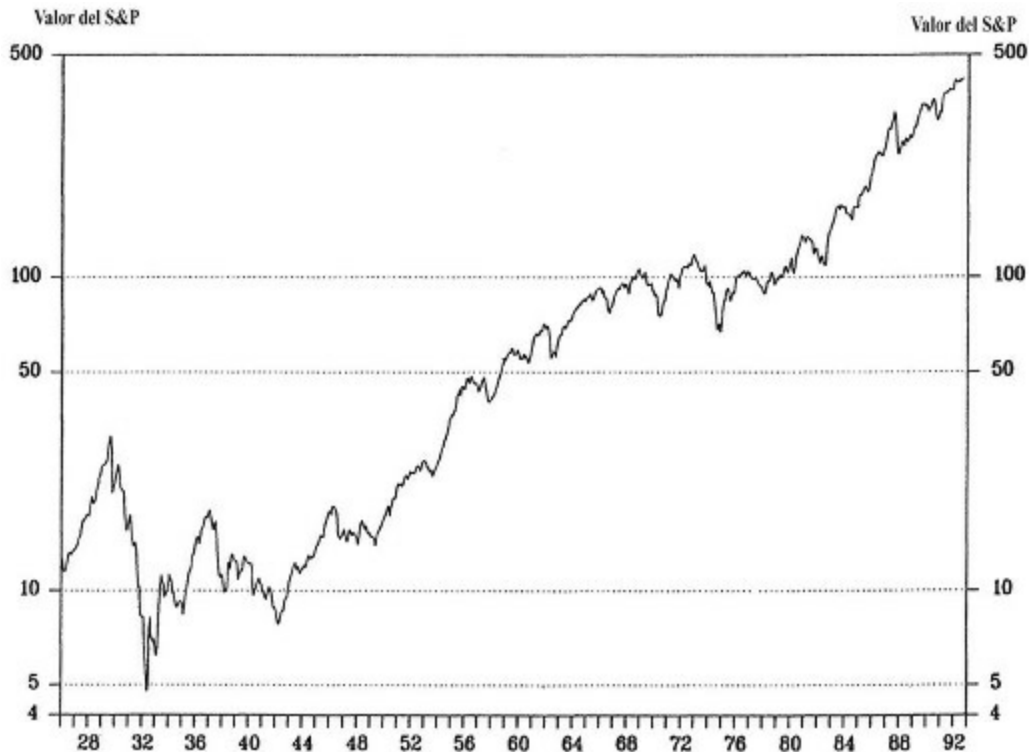
Dado que nunca he conocido a ningún mil millonario que hiciese su fortuna de esta manera, debo asumir que escasean en comparación con el resto de nosotros que exhibimos una inteligencia normal. El resto de nosotros no tenemos forma de predecir el próximo período inusual en donde los bonos batan a las acciones. Pero el hecho es que sólo ha pasado en una década de siete, los años treinta (los años setenta fue un punto muerto) le da al selector de acciones especializado una ventaja. Ciñéndonos todo el tiempo a las acciones, las probabilidades son seis a uno a favor de que lo haremos mejor que las personas que se ciñan a los bonos.

Más aún, las ganancias que disfrutaron los bonistas en la excepcional década en la que los bonos batieron a las acciones no pueden compensar los enormes avances hechos por las acciones en períodos como los años cuarenta y los años sesenta. Durante el total de los 64 años analizados en la tabla, una inversión de 100.000 dólares en bonos gubernamentales de largo plazo tendrían un valor de 1,6 millones de dólares, mientras que el mismo importe invertido en el S&P 500 valdría 25,5 millones de dólares. Esto me lleva al Principio de Peter número 2:

**Los hombres que prefieren los bonos no saben lo que se están perdiendo.**

### GRÁFICA I-1 **El crecimiento de acciones ordinarias**

Valor del S&P 500, 1926-presente



Pese a ello seguimos siendo una nación de bonistas. Millones de personas son fieles a cobrar intereses, que puede que les mantengan o no por encima de la inflación, cuando podrían estar disfrutando de un estímulo del 5-6 por ciento en su patrimonio neto, por encima de la inflación, por muchos años. ¡Compre acciones! Si ésta es la única lección que aprende de este libro, entonces escribirlo habrá merecido la pena.

El debate sobre si invertir en pequeñas compañías o en grandes, o cómo elegir los mejores fondos de inversión de renta variable (todos ellos temas de capítulos posteriores), están subordinados al punto central; con independencia de cómo lo hagan, con acciones grandes, acciones pequeñas o acciones medianas, ¡compre acciones! Por supuesto, estoy asumiendo que usted aborda la selección de acciones o de fondos de una forma inteligente, y de que sus acciones no le dan miedo durante las correcciones.

Una segunda razón por la que he llevado a cabo este proyecto es seguir animando a los inversores aficionados a no rendirse ante el gratificante pasatiempo que es la selección de acciones. He dicho con anterioridad que un aficionado que dedique un poco de estudio a compañías en una industria de la

que él o ella conozca algo puede batir al 95 por ciento de los expertos remunerados que gestionan los fondos de inversión, además de disfrutar mientras lo hace.

Una parte importante de los gestores de fondos de inversión desestima esta noción como una tontería y algunos la han llamado «la multiplicadora por diez de Lynch». Sin embargo, mis dos años y medio lejos de Magellan sólo han reforzado mi convicción de que los aficionados tienen la ventaja. Para los incrédulos de este punto, me he tropezado con pruebas adicionales.

Esto se puede encontrar en el capítulo 1, «El milagro de Santa Inés», que describe cómo un puñado de alumnos de séptimo grado de un colegio parroquial del área de Boston han logrado un récord de inversión de dos años que los profesionales de Wall Street sólo pueden envidiar.

Mientras tanto, un gran número de inversores aficionados aseguran haber superado a sus homólogos profesionales durante muchos años seguidos. Estos selectores de acciones de éxito pertenecen a los cientos de clubs de inversión patrocinados por la Asociación Nacional de Inversores, y sus tasas de rentabilidad anualizadas han sido tan envidiables como las de los estudiantes de Santa Inés.

Ambos grupos de aficionados tienen esto en común: sus métodos de selección de acciones son mucho más simples y en general más gratificantes que muchas de las técnicas barrocas empleadas por gestores de fondos bien pagados.

Cualquiera que sea el método que utilice para seleccionar acciones o fondos de inversión de renta variable, su éxito o fracaso en última instancia dependerá de su habilidad para ignorar las preocupaciones del mundo lo suficiente para permitir a sus inversiones tener éxito. No es la cabeza sino el estómago lo que determina el destino del selector de acciones. El inversor nervioso, no importa cuán inteligente sea, siempre es susceptible de ser barrido del mercado por los cepillos del pesimismo.

Un grupo de nuestros «inversores adivinos» se reúne cada mes de enero para participar en un panel de debate patrocinado por la revista *Barron's*, que posteriormente publica una transcripción. Si hubieras comprado muchas de las acciones que hemos recomendado, habrías ganado dinero, pero si prestaste atención a la opinión de nuestros expertos sobre la dirección del mercado y la

economía habrás estado demasiado asustado como para tener acciones durante los últimos siete años. El capítulo 2 trata sobre los peligros de estas «preocupaciones de fin de semana» y cómo ignorarlas.

El capítulo 3, «Un tour por la gestora», es mi intento de diseñar una estrategia para la inversión en fondos de inversión. Aunque sigo siendo un inversor en acciones de corazón, mi jubilación me brinda la oportunidad de debatir sobre un asunto del que era reacio a abordar como gestor de fondos de inversión. Cuando aún permaneces en el negocio, casi cualquier cosa que digas puede ser interpretada como interesada o una sigilosa manera de atraer nuevos clientes, cargos de los que confío no se dirijan contra mí ahora.

Recientemente ayudé a una organización sin ánimo de lucro en Nueva Inglaterra a diseñar una nueva estrategia de cartera. (Esta organización permanecerá sin nombre puesto que su identidad es irrelevante para el ejercicio que nos ocupa.) En primer lugar tuvimos que decidir qué parte del dinero poníamos en acciones y cuál en bonos, y posteriormente cómo invertir cada parte. Éstas son las mismas decisiones que cada consejero delegado debe tomar, que es por lo que he proporcionado una descripción detallada de cómo abordamos este problema.

Los capítulos 4, 5 y 6 son una retrospectiva en tres partes: cómo gestioné Magellan durante 13 años y 9 correcciones importantes. Este ejercicio me dio una excusa para echar la vista atrás y concluir con precisión qué factores contribuyeron a cualquier éxito que tuve. Algunas de las conclusiones me han sorprendido incluso a mí, y eso que yo estaba ahí.

En esta parte del libro, he intentado concentrarme en la metodología y en minimizar la reminiscencia inútil. Puede que haya algo que aprender de mis triunfos ocasionales y mis numerosos errores.

De los capítulos 7 al 20, lo que ocupa más de la mitad de estas páginas, describo cómo seleccioné los 21 valores que recomendé a los lectores de la revista *Barron's* en enero de 1992. He hablado con anterioridad sobre las teorías de la inversión, pero al realizar esta selección tomé notas mientras lo hacía. Con estas notas en la mano, he intentado analizar mis hábitos de selección de acciones con el mayor detalle posible. Esto incluye tanto cómo identificar situaciones prometedoras y cómo abordar el analizarlas.

Los 21 valores que he utilizado para ilustrar el Método Lynch cubren muchas de las categorías importantes y grupos de industrias (bancos y cajas de ahorro, cíclicas, comercios minoristas, compañías de suministros) en donde la gente suele invertir. He organizado los capítulos de forma que cada uno aborda un tipo específico de compañía. El capítulo 21, «La revisión semestral», describe el proceso regular de revisar la historia de cada compañía en una cartera.

No tengo fórmulas mágicas que ofrecer. No hay campanas que suenan cuando has comprado la acción correcta y con independencia de cuánto sepas de una compañía nunca tendrás la certeza de que te recompensará por invertir en ella. Pero si conoces los factores que hacen un comercio minorista o un banco o un fabricante de coches rentable o no rentable, puedes mejorar tus probabilidades. Muchos de los factores están expuestos aquí.

El texto está «enriquecido» con amplias dosis de Principios de Peter, como los dos que ya has tenido que soportar. Muchas de estas lecciones las he aprendido de la experiencia, que siempre es un maestro costoso, así que aquí las estás obteniendo con un descuento.

(Los precios de las acciones de las 21 compañías que describo en la segunda mitad del libro oscilaron constantemente durante el transcurso de mi investigación. Por ejemplo, Pier 1 estaba cotizando a 7,50 dólares cuando comencé a mirarla y a 8 dólares cuando finalmente la recomendé en *Barron's*. En una página puede que me refiera a Pier 1 como una acción de 7,50 dólares y en la otra como una acción de 8 dólares. Varias de estas anomalías pueden aparecer en el texto.)



## **El milagro de Santa Inés**

La selección no profesional de acciones es un arte en desuso, como hornear pasteles, que se está perdiendo a favor de la comida envasada. Un amplio ejército de gestores de fondos de inversión es remunerado generosamente para hacer en las carteras lo que Sara Lee<sup>5</sup> hacía por las tartas. Lamento que esto esté sucediendo. Me preocupaba cuando era un gestor de fondos de inversión y me preocupa hoy todavía más que he accedido al rango de los no profesionales, invirtiendo en mi tiempo libre.

Este descenso de los aficionados se aceleró durante el gran mercado alcista de los años ochenta, después del cual menos individuos poseían acciones que al principio. He intentado determinar por qué sucedía esto. Una razón es que la prensa financiera nos convirtió a los tipos de Wall Street como yo en celebridades, notoriedad que en gran medida no era merecida. Las estrellas de las acciones eran tratadas como estrellas de rock, dándole al inversor aficionado la falsa impresión de que él o ella no podía esperar competir contra tantos genios con MBA, todos ellos vistiendo gabardinas de Burberry y armados con Quotrons.

En vez de combatir contra estos genios con Burberry, un gran número de inversores normales decidieron unirse a ellos poniendo importantes sumas de dinero en fondos de inversión. El hecho de que hasta el 75 por ciento de estos fondos de inversión fracasó en hacerlo tan bien como la media del mercado bursátil demuestra que la genialidad no es infalible.

Pero la principal razón del descenso de los inversores amateur tienen que ser las pérdidas. Está en la naturaleza humana seguir haciendo algo siempre que siga siendo placentero y se pueda tener éxito en ello, que es por lo que la población mundial continúa incrementándose a una tasa elevada. Del mismo

modo, la gente continúa coleccionando cromos de béisbol, mobiliario antiguo, cañas de pescar, monedas o sellos, y no han dejado de reformar viviendas y revendiéndolas porque todas estas actividades pueden ser rentables además de placenteras. Así que si han salido de las acciones, es debido a que se han cansado de perder dinero.

Habitualmente, son los miembros de la sociedad más ricos y exitosos los que tienen dinero para invertir en acciones en primer lugar, y este grupo está acostumbrado a sacar sobresalientes en el colegio y recibir palmadas en la espalda. El mercado bursátil es el lugar donde las personas sobresalientes normalmente se delatan. Es fácil sacar un suspenso aquí. Si compras futuros y opciones e intentas anticipar el mercado, es fácil suspender todo, que es lo que le debe de haber sucedido a muchas de las personas que han huido a los fondos de inversión.

Esto no significa que dejen de comprar acciones por completo. En algún lugar del camino reciben un consejo del Tío Sam, y oyen una conversación por encima en el autobús o leen algo en una revista y deciden tomar el camino hacia una dudosa posibilidad con su dinero para «jugar». Esta separación entre dinero serio invertido en los fondos y dinero para jugar para acciones individuales es un fenómeno reciente, lo que alienta la arbitrariedad del inversor. Él o ella puede hacer estas apuestas poco serias con un intermediario barato, del que la mujer no tiene por qué saber nada.

A medida que la selección de acciones deja de ser un pasatiempo serio, las técnicas sobre cómo evaluar una compañía, sus ingresos, la tasa de crecimiento, etc., están siendo olvidadas al tiempo que lo hacen las recetas familiares tradicionales. Con menos clientes minoristas interesados en esta información, las casas de intermediación están menos dispuestas a ofrecerse voluntarias para ello. Los analistas están demasiado ocupados hablando con las instituciones como para preocuparse de educar a las masas.

Mientras tanto, los ordenadores de las agencias de bolsa están ocupados recolectando abundante información útil sobre las compañías que puede ser regurgitada en casi cualquier formato para cualquier cliente que pregunte. Hace un año, más o menos, el director de análisis de Fidelity, Rick Spillane, entrevistó a varios corredores con elevados ingresos sobre las bases de datos y los llamados examinadores que actualmente están disponibles. Un

examinador es un listado de compañías generado por ordenador que comparten características básicas, por ejemplo, aquellas que han incrementado dividendos durante los últimos veinte años seguidos. Esto es muy útil para los inversores que quieren especializarse en este tipo de compañía.

En Smith Barney, Albert Bernazati comentaba que su empresa podía ofrecer 8-10 páginas de información financiera sobre más de 2.800 compañías en el universo Smith Barney. Merrill Lynch puede hacer examinadores en diez variables diferentes, el *Cuestionario de Inversión Value Line* tiene un «examinador de valor» y Charles Schwab tiene un impresionante servicio de datos llamado «El Igualador». No obstante, ninguno de estos servicios tiene mucha demanda. Tom Reilly, en Merrill Lynch, comenta que menos del 5 por ciento de sus clientes aprovechan los examinadores de acciones. Jonathan Smith, de Lehman Brothers, dice que el inversor minorista medio no aprovecha el 90 por ciento de lo que Lehman le puede ofrecer.

En décadas anteriores, cuando más personas compraban sus propias acciones, el corredor de bolsa per se era un base de datos útil. Muchos corredores de bolsa tradicionales eran estudiosos de una industria concreta, o de un puñado específico de compañías. Por supuesto, uno puede excederse glorificando a los corredores tradicionales de Wall Street como el equivalente al doctor que hacía llamadas a domicilio. Esta encantadora noción es desmentida por las encuestas públicas de opinión que habitualmente clasificaban al corredor de bolsa ligeramente por debajo del político y del vendedor de coches usados en la escala de popularidad. Aun así, el antiguo bróker hacía más análisis independientes que la versión de hoy en día, que es más probable que dependa de la información generada internamente por su propia compañía.

Los nuevos corredores de bolsa tienen muchas cosas además de acciones para vender, incluyendo rentas vitalicias, sociedades limitadas, refugios tributarios, pólizas de seguros, certificados de depósitos, fondos de obligaciones y fondos de renta variable. Deben de comprender todos estos «productos» lo suficientemente bien como para tener un discurso de venta. No tienen ni el tiempo ni la inclinación para seguir a las compañías de suministros o los comercios minoristas o el sector automovilístico, y dado que son pocos los clientes que invierten en acciones individuales, hay poca demanda de sus

recomendaciones sobre selección de acciones. De todas formas, las mayores comisiones de los corredores de bolsa se hacen en otra parte, en fondos de inversión, en suscripciones de seguros y en el terreno de las opciones.

Con pocos corredores de bolsa ofreciendo orientación a menos selectores de acciones, y con un clima que incentiva a la especulación caprichosa con dinero para «jugar» y una exagerada devoción a las habilidades profesionales, no es de extrañar que tantas personas concluyan que seleccionar sus propias acciones es imposible. Pero no le digan esto a los alumnos de Santa Inés.

### **La cartera de Santa Inés**

Los catorce valores mostrados en la Tabla 1-1 fueron la principal elección de un activo grupo de gestores de carteras de séptimo grado que asistían al Colegio Santa Inés en Arlington, Massachusetts, un suburbio de Boston, en 1990. Su profesora y consejera delegada, Joan Morrissey, se animó a probar la teoría de que no necesitas un Quotron o un MBA de Wharton para este asunto, ni siquiera un permiso de conducir para sobresalir con las acciones.

No encontrará estos resultados listados en un informe de Lipper o en *Forbes*, pero una inversión en la cartera modelo de Santa Inés generó una ganancia del 70 por ciento durante un período de dos años, batiendo al índice S&P 500, que ganó un 26 por ciento en el mismo período, por un amplio margen. En el proceso, Santa Inés también batió al 99 por ciento de todos los fondos de inversión de renta variable, cuyos gestores reciben cuantiosos salarios por su selección experta, mientras que los menores están satisfechos conformándose con un desayuno gratis con la profesora y una película.

TABLA 1-1

<b>Compañía</b>	<b>Rentabilidad 1990-1991 (%)</b>
Wal-Mart	164,7
Nike	178,5
Walt Disney	3,4

Limited	68,8
L.A. Gear	-64,3
Pentech	53,1
Gap	320,3
PepsiCo	63,8
Food Lion	146,9
Topps	55,7
Savannah Foods	-38,5
IBM	3,6
NYNEX	-0,22
Mobil	19,1
Rentabilidad Total de la Cartera	69,6
S&P 500	26,08

Rentabilidad total período 1 de enero de 1990 – 31 de diciembre de 1991.

Se me comunicó este gran rendimiento a través del gran álbum de recortes enviado a mi oficina, en donde los alumnos de séptimo grado no sólo clasificaban sus selecciones principales sino que dibujaban imágenes de cada una de ellas. Esto me lleva al Principio de Peter número 3:

**Nunca invierta en una idea que no pueda ilustrar con un lápiz.**

Esta regla debe ser adoptada por muchos gestores adultos de fondos, tanto profesionales como no profesionales, que tienen la costumbre de ignorar la comprensible y rentable empresa a favor de la inexplicable empresa que pierde dinero. Por supuesto, les habría mantenido alejados de Dense-Pac Microsystems, un fabricante de «memorias modulares», cuya acción había caído de los 16 dólares a los 25 centavos. ¿Quién habría dibujado una imagen de Dense-Pac Microsystem?

De cara a felicitar a todo el departamento de fondos de Santa Inés (que se dobla con las clases de estudios sociales de la señora Morrissey) y también para aprender los secretos de su éxito, invité al grupo a comer en el comedor

ejecutivo de Fidelity, donde, por primera vez, se sirvió pizza. Allí, la señora Morrissey, que ha enseñado en Santa Inés durante veinticinco años, explicó cómo su clase se divide cada año en equipos de cuatro alumnos cada uno y cómo cada equipo es financiado con supuestamente 250.000 dólares y luego compiten para ver quién puede hacerlo mejor.

Cada uno de los distintos equipos, que han adoptado nombres como De Pobres a Ricos, Los Magos de Wall Street, Mujeres de Wall Street, La Máquina del Dinero, Stocks R Us e incluso La Banda Lynch, también eligen una acción preferida para ser incluida en el álbum de recortes, que es como la cartera modelo era creada.

Los estudiantes aprenden a leer el periódico financiero *Investor's Business Daily*. Vienen con una lista de compañías potencialmente atractivas y luego analizan cada una, revisando los ingresos y su fortaleza relativa. Entonces se sientan y revisan la información y deciden qué acciones elegir. Éste es un procedimiento similar al que es seguido por muchos gestores de fondos de Wall Street, aunque no son necesariamente tan hábiles en ello como los niños.

«Intento destacar la idea de que una cartera debería de tener al menos diez compañías, con una o dos dando un dividendo razonablemente bueno — dice la señora Morrissey—. Pero antes de que mis alumnos puedan incorporar cualquier acción a su cartera, tienen que explicar a qué se dedica la compañía. Si no pueden contar a la clase el servicio que ofrece o los bienes que produce, entonces no están autorizados a comprar. Comprar lo que uno conoce es uno de nuestros objetivos.» Comprar aquello de lo que sabes algo es una sofisticada estrategia que muchos profesionales han rechazado poner en práctica.

Una de las compañías que los estudiantes de Santa Inés conocían era Pentech International, un fabricante de bolígrafos y rotuladores de colores. Su producto favorito de Pentech, con un rotulador en un lado y un subrayador permanente en el otro, fue presentado en la clase por la señora Morrissey. Este bolígrafo era muy popular, y algunos de los niños lo utilizaban incluso para subrayar sus selecciones de acciones. No tardó mucho en que pasaran a investigar a la propia Pentech.

La acción cotizaba a 5 dólares en aquel momento, y los estudiantes descubrieron que la compañía no tenía deuda a largo plazo. También estaban impresionados por el hecho de que Pentech hacía un producto superior, que, a juzgar por su popularidad en el Santa Inés, era probable que fuese tan popular en el resto de clases del país. Otro factor positivo, bajo su punto de vista, era que Pentech era una compañía relativamente desconocida, en comparación con, digamos, Gillette, el fabricante de los bolígrafos Paper Mate y las cuchillas Good News que veían en los baños de sus padres.

Intentando encontrar la ayuda de un colega, los gestores del fondo de Santa Inés me enviaron un bolígrafo de Pentech y sugirieron que echase un vistazo a esta excelente compañía. Ojalá hubiese seguido este consejo. Tras recibir la recomendación de inversión y rechazar actuar sobre ella, la acción casi se dobló, de 5 1/8 a 9 1/2.

Esta misma aproximación con ojos de niño a seleccionar acciones llevó en 1990 a los gestores del fondo de Santa Inés a Walt Disney Company, dos fabricantes de deportivas (Nike y L. A. Gear), a Gap (donde la mayoría compraban su ropa), PepsiCo (que conocían a través de cuatro formas distintas con PepsiCola, Pizza Hut, Kentucky Fried Chicken y Frito-Lay), y Topps (un fabricante de cromos de béisbol). «Estábamos muy metidos en cromos de colección con los alumnos de séptimo grado —decía la señora Morrissey—, así que no había duda sobre comprar Topps. De nuevo, Topps fabricaba algo que los niños podían de hecho comprar. Haciendo esto, pensaban que estaban contribuyendo a los ingresos de una de sus compañías.»

Llegaron al resto de la siguiente forma: Wal-Mart, porque les mostraron un segmento de un vídeo de «Vidas de los ricos y famosos» que destacaba a Sam Walton, fundador de Wal-Mart, hablando sobre cómo invertir favorece la economía; NYNEX y Mobil, por su excelente dividendo; Food Lion, porque era una compañía bien gestionada con un gran retorno sobre el capital y también porque estaba en el mismo segmento del vídeo que les introdujo a Sam Walton. La señora Morrissey lo explica:

«El foco estaba en 88 ciudadanos de Salisbury, Carolina del Norte, y cada uno de ellos había comprado 10 acciones de Food Lion por 100 dólares cuando la compañía salió a cotizar allá por 1957. Una inversión de 1.000 dólares se había convertido en 14 millones de dólares. ¿Se lo pueden creer?»

Los 88 ciudadanos se convirtieron en millonarios. Estos hechos impresionaron a todos los niños, cuando menos. A finales de año se habían olvidado de muchas cosas pero no de la historia de Food Lion.»

La única chatarra en la cartera modelo es IBM, que no tengo que decir que ha sido la favorita de los gestores de fondos profesionales durante veinte años (un servidor también incluido, los adultos la siguen comprando y siguen deseando no haberlo hecho). La razón para esta destructiva obsesión no es difícil de encontrar: IBM es una acción autorizada que todo el mundo conoce y un gestor de fondos no puede meterse en problemas por perder dinero con ella. Los niños de Santa Inés pueden excusarse en este imprudente intento de imitar a sus mayores de Wall Street.

Permítanme anticipar algunas de las críticas de los resultados de Santa Inés que seguro que aparecen de los profesionales. (1) «Esto no es dinero de verdad.» Ciertamente pero ¿y qué? De todas formas, los profesionales deberían estar aliviados de que Santa Inés no esté trabajando con dinero de verdad; de otra forma, basándonos en los resultados de Santa Inés, miles de millones de dólares podrían sacarse de los fondos de inversión regulares para entregárselos a los niños. (2) «Cualquiera podría haber elegido esas acciones.» En ese caso, ¿por qué nadie más lo hizo? (3) «Los niños tuvieron suerte con un puñado de sus acciones favoritas.» Quizá, pero algunas de las carteras más pequeñas elegidas por los equipos de cuatro personas en la clase de la señora Morrissey lo hicieron igual de bien o mejor que la cartera modelo seleccionada por el conjunto de la clase. El cuarteto ganador en 1990 (Andrew Castiglioni, Greg Bialach, Paul Knisell y Matt Keating) seleccionaron las siguientes acciones por las razones señaladas:

- 100 acciones de Disney («Cualquier niño puede explicar ésta»).
- 100 acciones de Kellogg («Les gustaba el producto»).
- 300 acciones de Topps («¿Quién no intercambió cromos de béisbol?»).
- 200 acciones de McDonald's («La gente tiene que comer»).
- 100 acciones de Wal-Mart («Un increíble crecimiento repentino»).
- 100 acciones de Savannah Foods («Lo sacaron del *Investor's Daily*»).
- 5.000 acciones de Jiffy Lube («Barata en aquel momento»).
- 600 acciones de Hasbro («Es una compañía de juguetes, ¿no?»).
- 1.000 acciones de Tyco Toys («Más de lo mismo»).
- 100 acciones de IBM («Adulterio prematuro»).



600 acciones de National Pizza («Nadie puede rechazar una pizza»).

1.000 acciones del Bank of New England («¿Cómo de baja podía llegar?»).

Esta última acción la tuve yo mismo y perdí dinero con ella, así que puedo apreciar el error. Fue más que compensada por las dos mejores elecciones de los niños, National Pizza y Tyco Toys. Estas compañías que multiplicaron por cuatro su valor habrían hecho las delicias de cualquier cartera. Andrew Castiglioni descubrió National Pizza escaneando la lista del NASDAQ, y luego siguió con su descubrimiento haciendo un poco de análisis en la compañía, la crucial segunda fase que muchos inversores adultos continúa omitiendo.

El cuarteto ganador de 1991 (Kevin Spinale, Brian Hough, David Cardillo y Terence Kiernan) dividieron el dinero ficticio entre Philip Morris, Coca-Cola, Texaco, Raytheon, Nike, Merck, Blockbuster Entertainment y Playboy Enterprises. Merck y Texaco captaron su atención por los buenos dividendos. Playboy captó su atención por razones que nada tienen que ver con los fundamentales de la compañía, aunque se percataron de que la revista tenía una gran circulación y que Playboy tenía un canal de cable.

La clase entera tuvo conocimiento de Raytheon durante la Guerra del Golfo, cuando los alumnos de la señora Morrissey enviaron cartas a las tropas en Arabia Saudí. Desarrollaron una correspondencia regular con el mayor Robert Swisher, que describió como un misil Scud había impactado a unas millas cerca del campamento. Cuando los gestores de carteras descubrieron que Raytheon fabricaba el misil Patriot, no tardaron en analizar la acción. «Fue una buena sensación —decía la señora Morrissey—, sabiendo que teníamos un interés teórico financiero en el armamento que estaba manteniendo al mayor Swisher con vida.»

## **El coro de Santa Inés**

Tras visitar Fidelity, comer pizza en el comedor ejecutivo, y darme el consejo de Pentech que deseé haber cogido, los expertos en acciones de Santa Inés devolvieron el favor invitándome a hablar al colegio y visitar su departamento

de carteras, es decir, el aula. En respuesta a mi visita a esta institución de 100 años, que ofrece clases desde jardín de infancia hasta octavo grado, recibí un casete que los estudiantes habían grabado.

Esta extraordinaria cinta incluía algunas de sus ideas de selección de acciones y estratagemas, así como algunas que yo había sugerido y decidieron repetirlas, aunque sólo fuera para asegurarse de que yo mismo no me olvidaba. Aquí están algunos de sus comentarios:

Hola, ésta es Lori. Recuerdo que nos contabas que durante los últimos setenta años de bolsa el mercado ha caído cuarenta veces, así que un inversor debe de estar dispuesto a estar en el mercado a largo plazo... Si alguna vez invierto dinero en el mercado, me aseguraré de mantener el dinero invertido.

Hola, ésta es Felicity. Recuerdo que nos contabas la historia de Sears y cómo cuando los primeros centros comerciales se construían, Sears estaba en el 95 por ciento de ellos... Cuando ahora invierta en una acción, sabré invertir en una compañía que tiene espacio para crecer.

Hola, ésta es Kim. Recuerdo hablar contigo y dijiste que mientras K mart iba a todas las grandes ciudades, Wal-Mart lo estaba haciendo todavía mejor porque iba a todos los pequeños pueblos donde no había competencia y recuerdo que decías que tú fuiste el orador invitado en la ceremonia de premios de Sam Walton, y justo ayer Wal-Mart estaba a 60 dólares y anunciaron un fraccionamiento de acciones de 4 a 1.

Éste es Willy. Sólo quería decir que todos los niños nos sentimos aliviados cuando tuvimos pizza para comer.

Hola, éste es Steve. Sólo quiero decirte que convencí a mi grupo de comprar muchas acciones de Nike. Compramos a 56 dólares por acción, actualmente está a 76 dólares por acción. Tengo un montón de pares de deportivas y son un calzado muy cómodo.

Hola, éstos son Kim, Maureen y Jackie. Recordamos que nos estaba contando que Coca-Cola era una compañía que estaba bien hasta hace cinco años cuando sacaron la Coca-Cola light y los adultos pasaron de beber café y té a Coca-Cola. Recientemente Coca-Cola hizo un split de sus acciones a 84 dólares y lo está haciendo francamente bien.

Al final de la cinta, el departamento de gestión de carteras de séptimo grado al completo repitieron las siguientes máximas al unísono. Esto es un coro que todos deberíamos memorizar y repetir en la ducha, para ahorrarnos cometer errores en el futuro:

Una buena compañía normalmente incrementa sus dividendos cada año.

Puedes perder dinero en un período muy corto de tiempo pero se tarda mucho tiempo en ganar dinero.

El mercado bursátil no es ningún juego, siempre y cuando elijas buenas compañías que crees que lo harán bien y no sólo por el precio de la acción.

Puedes ganar mucho dinero con el mercado bursátil, pero de nuevo, también lo puedes perder, como hemos demostrado.

Tienes que analizar la compañía antes de poner tu dinero en ella.

Cuando inviertes en el mercado bursátil, siempre deberías diversificar.

Deberías de invertir en varias acciones porque de cada cinco que elijas, una lo hará muy bien, una lo hará realmente mal y tres lo harán razonablemente bien.

Nunca te enamores de una acción, ten siempre una mente abierta.

No deberías únicamente elegir una acción, deberías hacer tus deberes.

Comprar acciones de suministros es bueno porque te da un dividendo mayor pero ganarás dinero con las acciones de crecimiento.

Sólo porque una acción ha caído no significa que no pueda caer más.

A largo plazo es mejor comprar acciones en compañías pequeñas.

No deberías de comprar una acción porque esté barata sino porque sabes mucho de ella.

La señora Morrissey hace todo lo que puede para promover la selección de acciones amateur, no sólo con sus estudiantes sino con sus otras compañeras, a quienes inspiró a empezar su propio club de inversión, los Magníficos de Wall Street. Hay veintidós miembros, incluyéndome a mí (honorario) y también al mayor Swisher.

Los Magníficos de Wall Street han tenido un récord decente pero no tan bueno como el de los estudiantes. «Espere a que se lo diga a los otros profesores», dijo la señora Morrissey después de que hubiéramos revisado los números, «que las acciones de los niños lo han hecho mejor que las nuestras».

### **10.000 clubs de inversión no pueden estar equivocados**

La evidencia de que los adultos además de los niños pueden batir al mercado con una aproximación disciplinada eligiendo acciones viene de la Asociación Nacional de Inversores (ANI o NAIC por sus siglas en inglés), con sede en Royal Oak, Michigan. Esta organización representa a 10.000 clubs de inversión, y publican un manual y una revista mensual para ayudarles.

Durante la década de los ochenta, la mayoría de las secciones del ANI batieron al índice S&P 500, y tres cuartos de todos los fondos de renta variable. La ANI también reportó que, en 1991, el 61,9 por ciento de sus secciones lo hicieron igual o mejor que el S&P 500. El 69 por ciento batió a esa media en 1992. La clave para el éxito de estos clubs de inversión es que invierten con un calendario, lo que elimina las conjeturas sobre si el mercado está camino de subir o de bajar, e impide el impulso de comprar o vender que arruina a tantos ahorradores. Las personas que invierten en acciones de forma automática, el mismo importe cada mes, a través de sus cuentas de jubilación o sus fondos de pensiones, se beneficiarán de la autodisciplina al igual que han hecho los clubs.

Los siguientes cálculos, hechos bajo petición del departamento técnico de Fidelity, han reforzado el argumento de invertir con un calendario. Si hubiese invertido 1.000 dólares en el índice S&P 500 el 31 de enero de 1940, y lo hubiera dejado ahí durante 52 años, ahora tendría 333.793,30 dólares en su

cuenta. Esto es tan sólo un ejercicio teórico, puesto que no existían fondos índices en 1940, pero le da una idea del valor de mantenerse con un grupo diverso de acciones.

Si hubiera añadido 1.000 dólares a su inversión inicial cada 31 de enero durante esos mismos 52 años, su inversión de 52.000 dólares ahora valdría 3.554.227 dólares. Por último, si hubiera tenido el coraje de añadir otros 1.000 dólares cada vez que el mercado caía un 10 por ciento o más (esto sucedió 31 veces en 52 años), su inversión de 83.000 dólares valdría ahora 6.295.000 dólares. Por tanto, hay sustanciosos beneficios por adoptar una rutina regular de invertir y seguirla sin importar qué, y beneficios adicionales por comprar más acciones cuando la mayoría de inversores estaba vendiendo a causa del pánico.

Todos los 10.000 clubs de la ANI se ajustaban a sus calendarios durante y después de la Gran Corrección de octubre de 1987, cuando el fin del mundo y el fin del sistema financiero estaban ampliamente previstos. Ignoraban la retórica temerosa y seguían comprando acciones.

Un individuo puede estar atemorizado por las acciones y arrepentirse posteriormente, pero en los clubs no se podía hacer nada sin un voto mayoritario. Regirse por comité no siempre es algo bueno, pero en este caso ayuda a asegurarse de que ninguna proposición egoísta de venderlo todo vaya a ser llevada a cabo por el grupo. La toma de decisiones colectivas es una de las principales razones por las que los miembros de clubs tienden a hacerlo mejor con el dinero que invierten con el grupo que con el dinero que invierten en sus cuentas privadas.

Los clubs se reúnen una vez al mes, o bien en casas de sus miembros o en salas de conferencias alquiladas en hoteles locales, en donde intercambian ideas y deciden qué comprar a continuación. Cada persona es responsable de investigar una o dos compañías y mantenerse enterados de sus últimos movimientos. Esto elimina los caprichos de la selección de acciones. Nadie va a levantarse y anunciar: «Tenemos que comprar Home Shopping Network. He escuchado a un taxista decir que es algo seguro». Cuando sabes que tus recomendaciones van a afectar al bolsillo de tus amigos, tiendes a hacer tus deberes.

Por lo general, los clubs de ANI compran acciones en compañías de crecimiento bien gestionadas con un historial de prosperidad, y en donde los ingresos están creciendo. Ésta es la tierra de las compañías que multiplican por múltiples veces su valor, en donde no es inusual multiplicar por 10, 20 o incluso 30 tu inversión original en una década.

En cuarenta años de experiencia, la ANI ha aprendido muchas de las mismas lecciones que yo aprendí en Magellan, empezando por el hecho de que si eliges acciones en cinco compañías diferentes de crecimiento, descubrirás que tres lo harán como era de esperar, una se meterá en serios problemas y la quinta lo hará mejor de lo que podrías haber imaginado y te sorprenderá con un retorno excepcional. Puesto que es imposible predecir qué compañías lo harán mejor de lo esperado y cuáles lo harán peor, la organización recomienda que tu cartera no tenga menos de cinco valores. La ANI lo llama la Regla del Cinco.

El Manual de Inversores del ANI, cuyos directores amablemente enviaron a mi oficina, contiene varias máximas importantes que pueden ser añadidas al repertorio del coro de Santa Inés. Pueden ser tarareadas mientras se corta el césped, o mejor aún, recitadas justo antes de coger el teléfono para llamar a su bróker de bolsa.

No tenga más valores de los que pueda mantenerse informado.

Invierta con regularidad.

Debe ver, en primer lugar, que las ventas y beneficios por acción se están moviendo hacia delante a una tasa aceptable, y en segundo lugar, que puede comprar la acción a un precio razonable.

Es bueno considerar la solidez financiera y estructura de deuda para ver si unos cuantos años malos podrían entorpecer el progreso a largo plazo de la compañía.

Compre o no la acción sobre la base de si el crecimiento cumple con sus objetivos y si el precio es razonable.

Entender las razones del crecimiento pasado de los ingresos le ayudará a formarse un buen juicio sobre la probabilidad de que las tasas pasadas de crecimiento continúen.

Para ayudar a los inversores a escarbar en mayor detalle sobre estos asuntos, la ANI ofrece su manual de inversión y un curso de estudio a distancia que le enseña cómo calcular el crecimiento de los beneficios y las ventas; cómo determinar, en función de los beneficios, si una acción está barata, cara, o a un precio razonable; y a cómo leer un balance de situación para saber si una empresa tiene o no la capacidad de aguantar tiempos difíciles. Para aquellas personas que disfrutan trabajando con números y que quieran hacer deberes de inversión más sofisticados de los que han hecho hasta ahora, éste es un buen sitio para comenzar.

La ANI también publica una revista mensual, *Better Investing*, que recomienda acciones en compañías en crecimiento prometedoras y proporciona actualizaciones regulares sobre su estado. Para mayor información, escriba a la organización en el código postal P.O. Box 220, Royal Oak, MI 48068, o llame al (313) 543-0612. Aquí termina mi publicidad no remunerada ni solicitada.

## Los preocupados de fin de semana

La clave para hacer dinero en acciones es no tenerles miedo. No hay que exagerar sobre este asunto. Cada año aparece un aluvión de libros sobre cómo seleccionar acciones o encontrar el fondo de inversión ganador. Pero toda esta información es inútil sin fuerza de voluntad. Con la dieta y con las acciones, es el estómago y no la cabeza lo que determina los resultados.

En el caso de los fondos de inversión, para los cuales el inversor no requiere analizar las compañías o seguir el mercado, a menudo es lo que sabes lo que puede hacerte daño. La persona que nunca se molesta en pensar sobre la economía o ignora con despreocupación el sentimiento del mercado e invierte con una regularidad periódica está en mejores circunstancias que la persona que estudia sus inversiones y trata de anticipar los movimientos de mercado, comprando acciones cuando se siente confiado y vendiendo cuando se empieza a agobiar.

Una vez al año me recuerdan esta lección, en los encuentros anuales de la mesa redonda de *Barron's*, cuando un grupo de supuestos expertos, un servidor incluido, se involucran en la preocupación de fin de semana. Cada año, desde 1986, he participado en este evento. Nos reunimos en enero durante ocho horas para intercambiar ocurrencias y consejos, muchos de los cuales acaban en la publicación de los siguientes tres ejemplares semanales.

Dado que *Barron's* es propiedad de Dow Jones, sus oficinas están localizadas en el nuevo complejo con vistas al lado derecho del río Hudson en el final sur de Manhattan. Por su mármol y techos altos, el vestíbulo es idéntico al de San Pedro en Roma. Se accede a él a través de pasillos móviles similares a los que hay instalados en los aeropuertos internacionales. Hay un férreo sistema de seguridad que comienza con una estación de registro, en



donde debe identificarse y explicar el propósito de su visita. Una vez que es admitido en el registro, se le entrega un trozo de papel que debería mostrar a continuación al vigilante al lado del ascensor.

Después de haber pasado este punto, se le permite ascender al piso correspondiente, donde también debe de pasar a través de otra puerta cerrada que se abre con una tarjeta de crédito. Si todo sale bien, eventualmente se encuentra en la sala de conferencias de la mesa redonda, donde la mesa no es redonda. Solía tener forma de U, pero últimamente los organizadores han colapsado uno de los lados para formar un triángulo gigante. Los magos de las finanzas nos sentamos en la hipotenusa mientras que nuestros anfitriones de *Barron's* nos preguntan desde la base. Esta amigable inquisición es dirigida por el editor de *Barron's*, Alan Abelson, el inteligente individuo que ha hecho para las finanzas lo que Dorothy Parker<sup>6</sup> hizo por el romanticismo.

Encima de nosotros cuelgan micrófonos y unos potentes proyectores de 1.000 vatios, que son encendidos y apagados para la comodidad de los fotógrafos. Mientras uno de ellos toma cálidas fotos con una lente con zoom a 4 metros de distancia, otro (una mujer con rodilleras) se agacha justo debajo de nosotros y apunta hacia arriba para los primeros planos. Además de los fotógrafos, la sala está llena de editores de *Barron's*, expertos de sonido y técnicos, algunos de los cuales observan tras un muro de cristal. Se podrían incubar huevos del calor que desprenden las luces del techo.

Esto es hacer mucho escándalo por un puñado de gestores de fondos de edad avanzada y pelo canoso pero sobrevivimos con ello. Ocasionalmente se añade un nuevo panelista y otro se elimina, pero los habituales incluyen a Mario Gabelli y Michael Price, ambos gestionan fondos altamente reconocidos que recientemente han vuelto a estar de moda; John Neff del fondo Vanguard Windsor Fund, que ya era una leyenda cuando empecé a gestionar Magellan en 1977; Paul Tudor Jones, un genio de las materias primas; Felix Zulauf, un banquero internacional bastante pesimista, aunque por lo poco que sé puede ser considerado como un rabioso optimista en su Suiza natal, donde la gente se preocupa por todo; Marc Perkins, un gestor de fondos que conocí cuando él era un analista de bancos; Oscar Schafer, que se

concentra en «situaciones especiales»; Ron Baron, que busca acciones que Wall Street no se molesta en seguir, y Archie MacAllaster, un avisado inversor del mercado OTC.

En el panel de 1992, el hueco de Paul Tudor Jones fue cubierto por Barton Biggs, consejero de Morgan Stanley Asset Management y un cazador de gangas con una perspectiva global. El hueco de Marc Perkins quedó abierto en 1991, cuando Jimmy Rogers, un fijo en *Barron's* durante cinco años consecutivos, dejó Wall Street en favor de hacer la vieja ruta de la seda a través de China en motocicleta. Lo último que escuché es que Jimmy había enviado su motocicleta a Perú y que estaba conduciendo por Los Andes, a 600 kilómetros del bróker más próximo. (Desde entonces ha reaparecido en un programa de negocios nocturno.)

Mientras que la mayoría de las amistades de la gente están basadas en sus experiencias en la universidad, o el ejército, o campamentos de verano, las nuestras se basan en las acciones. No puedo ver a Ron Baron sin pensar en Strawbridge & Clothier, una acción que ambos tuvimos al mismo tiempo y vendimos de forma prematura.

Durante estos años, hemos intentado desarrollar la capacidad de respuesta, de estar al día con las ideas de Abelson. En la actual transcripción publicada en *Barron's*, Abelson es identificado sólo como *Barron's* o como «Q», pero se merece un reconocimiento personal por todo lo siguiente excepto la réplica de Schafer, que he incluido porque corresponde a una frase de Abelson.

JIM ROGERS: Sí poseo una compañía europea llamada Steyr-Daimler-Puch, es una compañía que ha estado perdiendo dinero durante varios años.

ABELSON: ... ¿Qué más tiene que merezca la pena?

ABELSON (a Oscar Schafer): ¿Vas a corto en algo?

SCHAFFER: Déjame hablar de una a largo y luego hablaré de una a corto, si te estoy aburriendo.

ABELSON: No más de lo habitual.

ED GOODNOW (antiguo panelista que publicitó Philippine Long Distance Telephone): Entiendo que el servicio no es tan bueno allí en las provincias. Uno de los problemas es que es difícil que los operarios se suban a los puestos para arreglar las líneas

porque a veces son detectados por francotiradores. Pero, por otra parte, tienen un negocio muy sólido.

ABELSON: ¿Llamas a eso una apuesta larga?

PETER LYNCH: Todavía me gusta mi última cooperativa de ahorros y préstamos, que es Fannie Mae. Tiene mucho recorrido.

ABELSON: ¿En qué dirección?

JOHN NEFF (recomendando Delta Air Lines): Lo que la gente se está perdiendo por el lado de las aerolíneas...

ABELSON: ¿O casi perdiendo?

MICHAEL PRICE: Tenemos, en acciones reales, quizá el cuarenta y cinco por ciento de nuestro fondo.

OSCAR SCHAFER: ¿Las acciones no reales hacen el otro cincuenta y cinco por ciento?

MARIO GABELLI: Y, como sabe, he estado recomendando Lin Broadcasting durante veinte años.

ABELSON: ¡Lástima que nunca funcionara!

MARIO GABELLI: Estoy hablando de una aproximación con múltiples facetas a un problema con múltiples facetas.

ABELSON: Por favor, Mario, ésta es una revista familiar.

JOHN NEFF: Y en las últimas ocho recesiones, cuando caíste tanto en los primeros dos meses del trimestre... Me estoy inventando todo esto.

ABELSON: ¡Como todo lo demás que has dicho!

La mesa redonda comienza puntual a mediodía y se divide en dos partes. La primera parte es un repaso de los mercados financieros, en donde nos invitan a discutir hacia dónde está yendo la economía y si el mundo está o no llegando a su fin. Ésta es la parte que nos mete en problemas.

Estas discusiones de visión de conjunto merecen ser analizadas porque no difieren de los miles de intercambios similares que tienen lugar entre inversores no profesionales en la mesa del desayuno, o en el centro deportivo o el campo de golf el fin de semana. Es durante los fines de semana que la gente tiene más tiempo libre para reflexionar sobre las preocupantes noticias

que nos llegan a través de los canales de televisión o el periódico doblado en la bolsa de plástico del chico de los repartos. Quizá hay un mensaje oculto: nos están intentando proteger de los contenidos.

Cuando cometemos el error de permitir que las noticias salgan de la bolsa, nos enfrentamos a la última razón por la cual la humanidad está condenada: calentamiento global, enfriamiento global, el maligno imperio soviético, el colapso del maligno imperio soviético, recesión, inflación, analfabetismo, el elevado coste de la sanidad, musulmanes fundamentalistas, el déficit presupuestario, la fuga de cerebros, guerras tribales, crimen organizado, crimen desorganizado, escándalos sexuales, escándalos financieros, sexo y escándalos financieros. Incluso las páginas deportivas le pueden enfermar a uno.

Mientras que ponerse al día con las noticias es simplemente deprimente para el ciudadano que no tiene acciones, es un hábito peligroso para el inversor. ¿Quién quiere tener acciones en GAP si el virus del sida va a matar a la mitad de los consumidores, y el agujero de la capa de ozono a la otra mitad, antes o después de que los bosques desaparezcan y conviertan al hemisferio occidental en el nuevo desierto de Gobi, un hecho que probablemente sea precedido, si no seguido, del colapso de las restantes cooperativas de ahorros y préstamos, las ciudades y los suburbios?

Puede que nunca se reconozca a sí mismo, «He decidido vender mis acciones de GAP porque leí un artículo en la revista dominical sobre los efectos del calentamiento global», pero ése es el tipo de lógica de fin de semana que está en marcha, sub rosa, cuando las órdenes de venta vienen de forma torrencial los lunes. No es accidental que los lunes históricamente sean los días de mayores caídas en las acciones y que los diciembres sean a menudo los meses perdedores, cuando la venta anual por pérdidas fiscales se combina con unas largas vacaciones durante la cual millones de personas tienen un tiempo extra para considerar el destino del mundo.

La preocupación de fin de semana era lo que nuestro panel de expertos, en la primera mitad de la sesión de *Barron's*, practicaba año tras año. En 1986, nos preocupaba la M-1 versus la M-3, el paquete de reducción del déficit de Gramm-Rudman, lo que el G-7 haría, y si el efecto de la Curva J empezaría a reducir el déficit comercial. En 1987, nos preocupaba que el

dólar se estuviera colapsando, que la guerra Irán-Irak provocase una escasez global de petróleo, que los extranjeros dejaran de comprar nuestras acciones y bonos, que el consumidor estuviese con graves problemas y dejase de comprar, y que el presidente Reagan no fuese autorizado a presentarse a un tercer mandato.

No podías preocupar a todos los panelistas todo el tiempo. Algunos se preocupaban más que otros, y algunos que se preocupaban un año estaban despreocupados el siguiente, y algunos de nosotros éramos optimistas sobre el futuro, lo que añadía un poco de bonanza emocional al generalmente aburrido proceso. De hecho, el año que más optimistas fuimos sobre el futuro de la economía y la bolsa fue 1987, que acabó con la famosa caída de 1.000 puntos. El solitario panelista que hizo sonar las alarmas ese año fue Jimmy Rogers, que en 1988 también la hizo sonar, advirtiendo de un inminente colapso en el precio de las acciones alrededor del mundo. Rogers es famoso por ponerse a corto en acciones cuando espera que fallen, pero pese a su premonición pesimista, tenía pocas posiciones cortas que recomendar en *Barron's* ese año o el siguiente. Un inversor de éxito no permite que la preocupación de fin de semana dictamine o no su estrategia.

Aquí está un grupo de profesionales influyentes que gestionan miles de millones de dólares que le pertenecen a otras personas y, de una mesa redonda a la siguiente, no nos ponemos de acuerdo en si nos enfrentamos a una inminente depresión global o a una reactivación económica.

Merece la pena señalar que nuestra máxima preocupación en la sesión de mesa redonda de 1988, resistió dos meses después de la Gran Corrección. Acabábamos de sufrir este enorme colapso en el mercado, por lo que sin lugar a dudas estábamos buscando otro para el año siguiente. Esto me lleva al Principio de Peter número 4:

**No puedes ver el futuro a través del espejo retrovisor.**

El señor Zulauf marcó el tono en 1988 en su discurso de apertura al decir «la luna de miel, de 1982 a 1987, ha pasado». Esto fue lo más optimista que se dijo ese día. El resto del tiempo nos debatíamos entre si íbamos a tener un mercado bajista estándar, lo que llevaría al Dow a los 1.500 puntos o menos,

o un mercado bajista mortal que «arrasaría con la mayoría de las personas en la comunidad financiera y la mayoría de inversores alrededor del mundo» (preocupación de Jimmy Rogers) y traería consigo «una depresión mundial como vimos a principios de los años treinta» (Paul Tudor Jones).

Entre las preocupaciones por el mercado bajista mortal y la depresión mundial, nos preocupábamos del déficit comercial, el desempleo y el déficit presupuestario. Rara vez duermo bien la noche antes de tener la cita con el panel de *Barron's*, pero después de ésta tuve malos sueños durante tres meses.

El panel de 1989 era de alguna forma más alegre que el de 1988, aunque el señor Zulauf recordó el dato de que éste era el Año de la Serpiente, un mal presentimiento en la cosmología china. Cuando nos convocaron en 1990, la muy anticipada Depresión no estaba por ningún lado y el Dow había escalado de nuevo a los 2.500 puntos. Todavía, encontrábamos nuevas razones para estar alejados de las acciones. Hubo el colapso del sector inmobiliario, otra calamidad que añadir a la lista. Estábamos impacientes por el hecho de que después de siete años seguidos de mercado alcista (1987 acabó con una ligera subida sobre 1986), un mercado bajista era inevitable. ¡Aquí estaba la preocupación de que las cosas habían ido demasiado bien! Amigos míos, la gente sofisticada y que no se asusta fácilmente, estaba hablando de sacar el dinero de los bancos y esconderlo en casa, porque pensaban que los bancos podrían quebrar y colapsar el sistema bancario.

El pesimismo de 1990 superó al pesimismo de 1980-1982, cuando los inversores estaban tan deprimidos con las acciones que siempre que salía el tema lo cambiaban por terremotos, funerales, o incluso las falsas esperanzas con los Boston Red Sox. En 1990, no estaban simplemente evitando el tema, estaban ansiosos por contarte cómo estaban apostando contra el mercado. De hecho, escuché a taxistas recomendar bonos, y peluqueros fanfarroneando de cómo habían comprado «puts»,<sup>7</sup> que incrementaban su valor a medida que las acciones caían.

Los peluqueros son un segmento de la población que yo asumí que nunca había oído hablar de «opciones put», pero aquí estaban haciendo estas complicadas apuestas con su propias nóminas. Si Bernard Baruch estaba en lo

cierto sobre vender todas las acciones cuando los niños limpiabotas están comprando, entonces seguro que el tiempo adecuado para comprarlas es cuando los peluqueros descubren los puts.

Recopilé una muestra de algunos de los más alegres titulares para recrear el ánimo del público en el otoño de 1990:

«Los despidos golpean esta vez los cargos profesionales con una fuerza inusual», *The Wall Street Journal*, 4 de octubre.

«¿Cuán seguro es su empleo?», *Newsweek*, 5 de noviembre.

«Malviviendo», *The New York Times*, 25 de noviembre

«El fiasco inmobiliario», *Newsweek*, 1 de octubre.

«Las rentas altas podrían estar impidiendo a los jóvenes establecer un hogar», *Business Week*, 22 de octubre.

«La caída de la vivienda perjudica a las empresas de reformas», *Business Week*, 22 de octubre.

«Cómo el crac inmobiliario amenaza a las instituciones financieras», *U.S. News*, 12 de noviembre.

«La recesión inmobiliaria que comenzó en el noreste hace tres años engulle a la nación entera», *The New York Times*, 16 de diciembre.

«El plan del déficit se enfrenta a un incierto destino en el Congreso y no lo cura todo», *The Wall Street Journal*, 1 de octubre.

«La incertidumbre se cierne sobre la economía de Estados Unidos», *The Wall Street Journal*, 3 de diciembre.

«El consumidor ha visto el futuro y se ha deprimido», *Business Week*, 10 de diciembre.

«Una guía de supervivencia para la edad de la ansiedad», *Newsweek*, 31 de diciembre.

«¿Puede América competir todavía?», *Time*, 29 de octubre.

«¿Puede su banco mantenerse a flote?», *U.S. News*, 12 de noviembre.

«¿Puede competir? Los americanos se están quedando atrás y qué se puede hacer para recuperar el paso», *Business Week*, 17 de diciembre.

A modo de colofón, había una guerra en el desierto que luchar. Las cámaras estaban filmando en las salas de prensa del Pentágono, donde millones de espectadores aprendieron por primera vez dónde estaban localizados Iraq y Kuwait. Los estrategas militares debatían sobre cuántas bolsas de cadáveres serían necesarias para enviar de vuelta a casa a las víctimas de las armas químicas y biológicas que pronto serían utilizadas en nuestros soldados por el bien entrenado ejército iraquí, el cuarto más grande del mundo, agazapados en búnkeres reforzados ocultos en las dunas.

Esta Madre de todas las Preocupaciones tuvo un efecto predecible en los pronosticadores asustados. El 15 de enero de 1991, cuando fuimos convocados en las oficinas de *Barron's*, el espectro de las bolsas de cadáveres pesaba sobre nuestros espíritus. En nuestra conversación sobre la «debilidad de la economía», Zulauf, pesimista como siempre, una vez más estaba deprimido. Anticipaba una caída en el Dow de entre 2.000 puntos y los mínimos de la Gran Corrección de 1987, mientras que Michael Price veía una caída de 500 puntos, Marc Perkins veía una caída eventual de 1.600-1.700 puntos. Un servidor dijo que en el peor escenario podríamos tener una importante recesión, y si la guerra era tan terrible como algunos habían anticipado veríamos una caída del 33 por ciento en el precio de las acciones.

Dado que no puedes acceder al panel de *Barron's* sin haber sido un inversor de éxito, es prudente asumir que todos nosotros hemos logrado de alguna forma desarrollar una aproximación disciplinada a la inversión que nos permite bloquear nuestras propias señales de alarma. Junto con el resto del país, sabía que había una posibilidad de que la Operación Tormenta del Desierto terminara por convertirse en un conflicto largo y sangriento, pero, mientras tanto, el selector de acciones que llevo dentro no podía dejar de advertir las increíbles gangas que había, resultado de la venta generalizada de los inversores. Ya no estaba manejando millones de acciones como lo hacía en



Magellan, pero estaba añadiendo a mis posiciones en mi propia cuenta, y comprando para los fondos sin ánimo de lucro y fundaciones públicas cuyas carteras ayudaba a gestionar. En octubre de 1990, *The Wall Street Journal* se percató de que había incrementado mi posición en W. R. Grace y en Morrison-Knudsen, dos compañías en cuyos consejos servía. Le dije a la reportera, Georgette Jasen, que éstos eran sólo «dos de los cerca de diez valores que he añadido... si caen, compraré más». También logré el récord de haber comprado otras 2.000 acciones en Magellan para añadir a mis posiciones, tal y como hice después de retirarme.

Éste era el escenario perfecto para el selector de acciones disciplinado para buscar su lista de la compra de probables candidatos. Los titulares eran negativos, el índice Dow Jones había perdido 600 puntos durante el verano y a principios de otoño, los taxistas estaban recomendando bonos, los gestores de fondos de inversión tenían el 12 por ciento de sus activos en liquidez y al menos cinco de mis compañeros panelistas estaban prediciendo una severa recesión.

Por supuesto, ahora sabemos que la guerra no fue tan terrible como algunos habían esperado (salvo que estuvieras en Iraq) y lo que obtuvimos del mercado bursátil en vez de una caída del 33 por ciento fue una subida del 30 por ciento en el índice S&P 500, una subida del 25 por ciento en el Dow y una subida del 60 por ciento en compañías pequeñas, lo que todo sumado hizo que 1991 fuese el mejor año en dos décadas. Te lo habrías perdido si hubieras prestado la más mínima atención a nuestros célebres pronosticadores.

Más aún, si hubieras prestado la menor atención al tono negativo de gran parte de nuestras sesiones de la «economía marchitante» durante los últimos seis años, habrías estado asustado y fuera de las acciones durante la mayor subida de mercado en la historia moderna, cuando los inversores que mantuvieron su feliz ignorancia sobre el mundo llegando a su fin estaban multiplicando su dinero por tres y por cuatro. Recuerde esto la próxima vez que descubra que lo alejan de una buena inversión por alguien que le convence de que Japón se va a la bancarrota o que un enorme meteorito va camino de la Bolsa de Nueva York.

«Suspense y miedo arrojan fuertes nubarrones sobre los mercados», decía *Barron's* la semana de nuestro encuentro para la mesa redonda de 1991 y justo antes de la gran subida en el mercado que llevaría al Dow a nuevos máximos.

## **La todavía mayor visión de conjunto**

Es sencillo decirse a uno mismo, «Venga, supongo que ignoraré las malas noticias la próxima vez que el mercado esté cayendo y recogeré algunas gangas». Pero dado que cada crisis parece peor que la anterior, ignorar las malas noticias se está convirtiendo en algo cada vez más y más difícil de hacer. La mejor forma de no tener miedo a las acciones es comprarlas con un calendario periódico, mes tras mes, que es lo que muchas personas están haciendo con sus planes de jubilación 401(k)<sup>8</sup> y en sus clubs de inversión, como mencionamos anteriormente. No es una sorpresa que lo hayan hecho mejor con este dinero que con el dinero que mueven dentro y fuera del mercado a medida que sienten más o menos confianza.

El problema con el método del doctor Me Siento Bien de seleccionar acciones es que la gente inevitablemente se siente mejor después de que el mercado gane 600 puntos y las acciones estén sobrevaloradas y peor después de que caiga 600 puntos y abunden las gangas. Si no compras acciones con la disciplina de añadir tanto dinero al mes a tus posiciones, tienes que encontrar alguna forma de mantener la fe.

Mantener la fe y seleccionar acciones normalmente no se suelen discutir en el mismo párrafo, pero el éxito en la segunda depende de la primera. Puedes ser el mayor experto mundial en balances de situación o ratios PER, pero, sin fe, tenderás a creerte los titulares negativos. Puede poner sus ahorros en un buen fondo de inversión, pero sin fe venderá cuando se tema lo peor, que indudablemente será cuando los precios estén en mínimos.

¿De qué clase de fe estoy hablando? Fe en que América sobrevivirá, que la gente continuará despertándose por la mañana y se pondrá los pantalones con las piernas de una en una, y que las compañías que hacen los pantalones obtendrán un beneficio para sus accionistas. Fe en que a medida que las

compañías antiguas pierden su impulso y desaparecen, otras nuevas y excitantes como Wal-Mart, Federal Express y Apple Computer emergerán para reemplazarlas. Fe en que América es una nación de gente trabajadora y creativa, y que incluso los yuppies han cosechado una mala reputación por ser vagos.

Siempre que me enfrento a dudas y desesperación sobre la actual visión de conjunto, intento concentrarme en la aún mayor visión de conjunto. Esta última es la que merece la pena conocer, si esperas ser capaz de seguir teniendo fe en las acciones.

La aún mayor visión de conjunto nos dice que durante los últimos setenta años, las acciones han ofrecido a sus dueños ganancias del 11 por ciento al año, de media, mientras que las letras del Tesoro, los bonos y los depósitos han generado menos de la mitad de ese importe. A pesar de todas las grandes y pequeñas calamidades que han sucedido en este siglo —todas las miles de razones por las que el mundo podría llegar a su fin— tener acciones ha seguido siendo el doble de gratificante que tener bonos. Actuar sobre esta pequeña información será mucho más lucrativo a largo plazo que actuar sobre la opinión de 200 comentaristas y asesores que están pronosticando la próxima recesión.

Más aún, en esos mismos setenta años en los que las acciones han superado al resto de alternativas populares, ha habido cuarenta caídas aterradoras del 10 por ciento o más en el mercado. De esas cuarenta caídas aterradoras, trece han sido del 33 por ciento, lo que las sitúa en la categoría de caídas terroríficas, incluyendo la madre de todas las caídas aterradoras, la venta masiva de 1929-1933.

Estoy convencido de que es la memoria cultural del crac de 1929 más que ningún otro factor el que continúa manteniendo a millones de inversores alejados de las acciones y los atrae a los bonos y a las cuentas monetarias. Sesenta años después, el crac continúa asustando y alejando a las personas de las acciones, incluyendo a personas de mi generación que ni siquiera habían nacido en 1929.

Si lo que sufrimos es un síndrome de trauma poscrac, ha sido muy caro. Todas las personas que han mantenido su dinero en bonos, en cuentas monetarias o en depósitos para evitar involucrarse en otro crac se han perdido

sesenta años de ganancias de mercado y han sufrido los efectos de la inflación, que con el paso del tiempo han hecho más daño a su riqueza que si otro crac hubiera tenido lugar, de haberlo experimentado.

Dado que el famoso crac fue seguido por la Depresión, hemos aprendido a asociar colapsos bursátiles con colapsos económicos, y continuamos creyendo que lo primero deriva en lo segundo. Esta equivocada convicción persiste en la mente del público, a pesar de que tuvimos una poco publicitada caída en 1972 que fue casi tan severa como la de 1929 (las acciones de fantásticas compañías como Taco Bell cayeron de 15 a 1 dólar) y no derivó en un colapso económico, como tampoco lo hizo la Gran Corrección de 1987.

Quizá habría otra Grande, pero ya que no estoy preparado para predecir estos asuntos —ni tampoco, como es obvio, lo están mis colegas del panel de *Barron's*— ¿qué sentido tiene intentar protegerme por adelantado? En 39 de las últimas 40 correcciones bursátiles de la historia moderna, habría vendido todas mis acciones y me habría arrepentido. Incluso de la Gran Caída, las acciones eventualmente se recuperan.

Una caída en las acciones no es un evento sorprendente, es un evento recurrente, tan normal como el aire helado en Minnesota. Si vives en un clima frío, esperas temperaturas bajo cero, así que cuando tu termómetro exterior cae por debajo de cero, no piensas en esto como el comienzo de la próxima Edad de Hielo. Te pones tu abrigo, echas sal en la acera y recuerdas que cuando llegue el verano hará calor en el exterior.

Un selector de acciones de éxito tiene la misma relación con una caída en el mercado que un oriundo de Minnesota tiene con el clima frío. Sabes que viene, y estás preparado para superarlo, y cuando tus acciones favoritas caen con el resto, aprovechas la oportunidad de comprar más.

Después de la Gran Corrección, cuando 508 puntos fueron podados del Dow Jones en un solo día, una sinfonía de expertos predijo lo peor, pero como resultó ser, la caída de 1.000 puntos en el Dow (33 por ciento desde el máximo de agosto) no trajo consigo el apocalipsis que tantos estaban esperando. Fue una corrección normal, si bien severa, la última en una serie de 13 con 33 por ciento de caída en este siglo.

La siguiente caída de un 10 por ciento, que puede que haya sucedido desde que he escrito esto, será la número 41 en la historia reciente, o, si resulta ser una caída del 33 por ciento, la número 14. En los informes anuales de Magellan, solía recordar a menudo a los partícipes que estos contratiempos eran inevitables.

La historia de las cuarenta caídas continúa consolándome durante los períodos pesimistas, cuando usted y yo tenemos otra oportunidad dentro de una cadena de oportunidades de comprar grandes compañías a precios de ganga.

## Un tour por la gestora

Se suponía que los fondos de inversión quitarían la confusión de la inversión, no más preocupaciones sobre qué acciones elegir. Ninguna más. Ahora te tienes que preocupar sobre qué fondo de inversión elegir. Según un recuento reciente hay 3.565: 1.266 fondos de renta variable, 1.457 fondos de renta fija, 566 fondos monetarios y 276 fondos de bonos municipales de corto plazo. Esto contrasta con los 452 fondos (278 de renta variable) que existían en 1976.

Este alegre desarrollo de fondos no muestra signos de darse un respiro. Tenemos fondos nacionales y fondos regionales, fondos de inversión libre y fondos sectoriales, fondos de valor y fondos de crecimiento, fondos simples y fondos híbridos, fondos contrarios, fondos índice e incluso fondos de fondos. Pronto veremos los fondos de todos-dictadores, el fondo de países sin vocales, el fondo de fondos de fondos. ¿Las últimas instrucciones de emergencia para cada firma en Wall Street? En caso de una súbita caída de los beneficios, empezar otro fondo.

Hemos alcanzado recientemente un importante hito en la historia del desarrollo de fondos: el número de fondos excede ahora el número de acciones individuales cotizadas en Nueva York y en los mercados bursátiles americanos combinados. Esto es todavía más notable cuando consideras que 328 de estas acciones individuales son en realidad fondos disfrazados. (Véase la discusión de los fondos de capital fijo en el capítulo 3.) ¿Cómo podemos entonces comenzar a ordenar este embrollo?

### Diseñando una cartera

Hace dos años, un grupo de inversores de Nueva Inglaterra nos preguntaron precisamente esa cuestión. Habíamos sido invitados a ayudar a una organización sin ánimo de lucro que mencioné antes (que seguirá permaneciendo sin nombre) a reestructurar su cartera. Como la mayoría de organizaciones sin ánimo de lucro, ésta necesitaba constantemente capital. Durante años, sus inversiones fueron gestionadas por un solo gestor, que dividía el dinero entre bonos y acciones, como la mayoría de inversores hace.

Los asuntos a los que nos enfrentamos asesorando a esta organización sobre cómo reinvertir su dinero eran los mismos a los que se enfrenta la persona de a pie que debe de figurarse lo mismo.

En primer lugar, teníamos que determinar si la combinación de acciones y bonos debería de cambiar. Éste era un ejercicio interesante. Ninguna decisión de inversión tiene mayores consecuencias para el futuro patrimonio de una familia que la decisión inicial de crecimiento frente a ingresos.

En mi propia cartera familiar me he tenido que orientar ligeramente más a los bonos, puesto que ahora dependo de las inversiones que generan ingresos para cubrir la ausencia de salario. Pero continúo con muchas inversiones en acciones. La mayoría de gente yerra en el lado de los ingresos, y no dan el cambio al crecimiento. Esto es todavía más cierto hoy de lo que lo era en 1980, cuando el 69 por ciento del dinero invertido en fondos de inversión se iba a fondos de renta variable. En 1990, sólo el 43 por ciento de los activos de fondos de inversión estaba invertido en acciones. Hoy en día, aproximadamente el 75 por ciento de todos los dólares en fondos de inversión está aparcado en fondos de bonos y en fondos monetarios.

La creciente popularidad de los bonos ha sido una suerte para el Gobierno, que tiene que vender una oferta infinita de ellos para financiar la deuda nacional. Es menos afortunado para el futuro financiero de los bonistas, que deberían de estar en acciones. Como espero haberte convencido en la introducción, las acciones son compañeras más generosas que los bonos, habiendo generado para sus dueños un 10,3 por ciento anual durante setenta años comparado con un 4,8 por ciento para la deuda gubernamental de largo plazo.

La razón de que las acciones lo hagan mejor que los bonos no es difícil de entender. A medida que las compañías se hacen más grandes y rentables, los accionistas comparten ese incremento de beneficios. Los dividendos aumentan. El dividendo es un factor tan importante en el éxito de muchas acciones que casi no podrías equivocarte haciendo una cartera enteramente de compañías que han incrementado su beneficio durante diez o veinte años consecutivos.

El *Manual de triunfadores del dividendo* de Moody's, edición de 1991 —uno de mis thrillers favoritos para la mesilla de noche—, enumera esas compañías, que es cómo sé que 134 de ellas tienen un récord ininterrumpido de veinte años de incremento de dividendos, y 362 tienen un récord de diez años. Ésta es una forma simple de triunfar en Wall Street: compre acciones de la lista de Moody's, y péguese a ellas mientras sigan en la lista. Un fondo de inversión gestionado por Putnam, Putnam Dividend Growth, se adhiere a esta estrategia de seguir los dividendos.

Mientras que las compañías remuneran de forma rutinaria a sus accionistas con mayores dividendos, ninguna compañía en la historia de las finanzas, remontándonos hasta tan lejos como los Médicis, ha remunerado a sus bonistas incrementando el tipo de interés en un bono. Los bonistas no están invitados a las reuniones anuales para ver las presentaciones, comer entremeses y poder formular preguntas, y no obtienen bonus cuando el emisor del bono tiene un buen año. Lo máximo que un bonista puede esperar es que le devuelvan el principal, después de que su valor se haya reducido por la inflación.

Una razón por la que los bonos son tan populares es que las personas mayores tienen la mayoría del dinero en este país, y las personas mayores tienden a vivir a costa del interés. La gente joven, que tiene capacidad para obtener ingresos, se supone que deben de comprar todas las acciones, para construir su patrimonio, hasta que ellos también sean mayores y necesiten vivir del interés. Pero esta popular prescripción —acciones para los jóvenes, bonos para los mayores— se está volviendo obsoleta. La gente no está muriendo tan fácilmente como solían hacerlo.



Hoy en día, una persona sana de 62 años tiene una esperanza de vida de 82: veinte años más de gasto, veinte años más de inflación que erosionan el poder adquisitivo de su dinero. Los mayores que asumieron que podían retirarse felizmente con bonos y depósitos lo están averiguando de otra forma. Con veinte años de facturas por pagar por delante, necesitan poner algo de crecimiento en su cartera para mantener sus estándares de vida. Con bajos tipos de interés, incluso las personas con enormes carteras están teniendo problemas para vivir de los intereses.

Esto ha provocado una situación en la que las personas mayores se preguntan por todo el país, «¿Cómo puedo sobrevivir con un depósito que me renta un tres y medio por ciento?».

Considere lo que le sucede a una pareja retirada que su patrimonio total, 500.000 dólares, está invertido en bonos de corto plazo o en depósitos. Si las tasas de interés bajan sus ingresos se ven drásticamente reducidos. Si los intereses suben, también lo hacen sus ingresos, pero también lo hace la tasa de inflación. Si ponen el total de los 500.000 dólares en bonos de largo plazo que pagan un 7 por ciento, sus ingresos son unos estables 35.000 dólares. Pero con una inflación del 5 por ciento, el poder adquisitivo de esos 35.000 dólares, se verá reducido a la mitad en diez años, y a dos tercios en quince años.

Así que, en algún punto de su jubilación, nuestra pareja ejemplo puede verse forzada a cancelar algunos de los viajes que querían hacer, o puede que tengan que gastar parte del capital, lo que reduce sus ingresos futuros además de cualquier posible herencia que planeaban dejar a sus hijos. Excepto para los muy ricos, la buena vida no puede preservarse por mucho tiempo sin acciones.

Obviamente, cuánto deberías de invertir en acciones depende de cuánto te puedes permitir invertir en acciones y cómo de rápido vas a necesitar gastar este dinero. Dicho eso, mi consejo es incrementar la parte de acciones del mix hasta el límite de tu tolerancia.

Así lo propongo a las consejos de administración de la organización sin nombre. Antes de decidir remodelar la cartera, el mix era 50 por ciento acciones y 50 por ciento bonos. La parte de bonos (invertida en vencimientos

a 5 y 6 años) estaba rentando un 9 por ciento en aquel momento, y la parte de acciones estaba dando un 3 por ciento en dividendos, así que la cartera combinada daba un 6 por ciento de rentabilidad.

Normalmente, los bonos se mantienen hasta el vencimiento y son canjeados al precio original de compra, así que no había potencial de crecimiento en la mitad de la cartera. La parte en acciones, por otro lado, podía esperar incrementarse en valor un 8 por ciento al año, muy por encima del dividendo.

(Históricamente las acciones han rentado casi un 11 por ciento, 3 por ciento del cual son dividendos, y 8 por ciento del cual es por la subida del precio de las acciones. Por supuesto, la razón principal por la que las acciones suben es que las compañías continúan subiendo sus dividendos, lo que a su vez hace que las acciones tengan más valor.)

Con el 50 por ciento del dinero invertido en acciones que crecen a un 8 por ciento, y el 50 por ciento en bonos que no se revalorizan, la cartera combinada tenía un potencial de crecimiento del 4 por ciento; insuficiente para aguantar la inflación.

¿Qué pasaría si ajustásemos el mix? Teniendo más acciones y menos bonos, la organización sacrificaría parte de sus ingresos en los primeros años. Pero este sacrificio a corto plazo sería más que compensado por el incremento a largo plazo en valor de las acciones, además de por el incremento en dividendos de esas acciones.

Lo que uno puede esperar ganar en crecimiento y perder en ingresos por ajustar los porcentajes en bonos y acciones en cualquier cartera se muestra en la Tabla 3-1. Estos números fueron procesados por Bob Beckwitt en mi nombre, que se ha convertido en un rendimiento ganador en el Fidelity Asset Manager Fund, que él gestiona.

### **TABLA 3-1 Méritos relativos de las acciones frente a los bonos**

		Valor de los bonos a final de año	Ingresos de los bonos	Valor de las acciones a final de año	Ingresos de las acciones	Ingresos totales	Valor del principal a final de año
Caso A: 100% Bono	Año 1	10.000\$	700\$	-	-	700\$	10.000\$
	Año 2	10.000	700	-	-	700	10.000
	Año 10	10.000	700	-	-	700	10.000
	Año 20	10.000	700	-	-	700	10.000
	Total 20 años	10.000	14.000	-	-	14.000	10.000
Caso B:* 50% Bonos, 50% Acciones	Año 1	5.000	350	5.400	150	500	10.400
	Año 2	5.200	364	5.616	162	526	10.816
	Año 10	7.117	498	7.686	300	798	14.803
	Año 20	10.534	737	11.377	647	1.384	21.911
	Total 20 años	10.534	10.422	11.377	6.864	17.286	21.911
Caso C: 100% Acciones	Año 1	-	-	10.800	300	300	10.800
	Año 2	-	-	11.664	324	324	11.664
	Año 10	-	-	21.589	600	600	21.589
	Año 20	-	-	46.610	1.295	1.295	46.610
	Total 20 años	-	-	46.610	13.729	13.729	46.610

\* Para mantener un ratio 50/50, la cartera debe ser periódicamente reequilibrada, esto es, que se tiene que añadir dinero a la parte de bonos para compensar la ganancia en la parte de acciones.

Beckwitt es uno de nuestros residentes cuantitativos. Un cuantitativo es un pensador complejo que maneja conceptos difíciles de captar para la mayoría de imaginaciones lineales, y habla una lengua que sólo es comprendida por otros cuantitativos. Beckwitt es una rareza: un cuantitativo que puede cambiar de modo cuantitativo y comunicarse en inglés ordinario.

En los tres escenarios analizados por Beckwitt se invierten 10.000 dólares. Aquí estamos asumiendo que los bonos están pagando un 7 por ciento de interés y que las acciones están pagando el 3 por ciento actual de dividendos, y se aprecian al estándar 8 por ciento anual.

En el Caso A, los 10.000 dólares íntegros se ponen en bonos. En veinte años, el dueño de ese dinero recibirá 14.000 dólares en ingresos por intereses, y luego recibirá sus 10.000 dólares iniciales.

En el Caso B, los 10.000 dólares son divididos al 50 por ciento entre los bonos y las acciones. El resultado después de veinte años es que el dueño recibe 10.422 dólares en ingresos por intereses de los bonos, y 6.864 dólares en ingresos por dividendos de las acciones, y acaba con una cartera con un valor de 21.911 dólares.

En el Caso C, los 10.000 dólares son invertidos íntegramente en acciones. Aquí el propietario recibe 13.729 dólares en ingresos por dividendos de las acciones y acaba con una cartera con un valor de 46.610 dólares.

Puesto que los dividendos continúan creciendo, eventualmente una cartera de acciones producirá más ingresos que una cartera de bonos con un rendimiento fijo. Por eso después de veinte años en el Caso B en realidad recibes 3.286 dólares más en ingresos que en el Caso A, y en el Caso C sólo estás perdiendo 271 dólares en ingresos para obtener todo el beneficio de la apreciación de poner toda tu inversión en acciones.

Si llevas este análisis un paso más allá, te das cuenta que desde un punto de vista teórico, no tiene sentido poner ningún capital en bonos, incluso si necesitas ingresos. Esta conclusión radical viene de otras series de números que le he pedido procesar a Beckwitt. El resultado se muestra en la Tabla 3-2.

#### **TABLA 3-2 Estrategia de inversión del 100% en acciones**

Empezar con un dividendo del 3% en acciones,  
asumir un crecimiento en el dividendo y en el precio  
de las acciones del 8%, gastar un mínimo de 7000\$\*

<b>Año</b>	<b>100% Acciones</b>	<b>Ingresos por dividendos</b>	<b>Acciones a final de año</b>	<b>Gastos</b>	<b>Final de año</b>
1	100.000 \$	3.000 \$	108.000 \$	7.000 \$	104.000 \$
2	104.000	3.120	112.320	7.000	108.440
3	108.440	3.250	117.200	7.000	113.370
4	113.370	3.400	122.440	7.000	118.840
5	118.840	3.570	128.350	7.000	124.910
6	124.910	3.750	134.900	7.000	131.650
7	131.650	3.950	142.180	7.000	139.130
8	139.130	4.170	150.260	7.000	147.440
9	147.440	4.420	159.230	7.000	156.660
10	156.660	4.700	169.190	7.000	166.890
<b>Total (1-10)</b>		<b>37.330</b>		<b>70.000</b>	<b>166.890</b>
11	166.890	5.010	180.240	7.000	178.250
12	178.250	5.350	192.510	7.000	190.850
13	190.850	5.730	206.120	7.000	204.850
14	204.850	6.150	221.230	7.000	220.380
15	220.380	6.610	238.010	7.000	237.620
16	237.620	7.130	256.630	7.130	256.630
17	256.630	7.700	277.160	7.700	277.160
18	277.160	8.310	299.330	8.310	299.330
19	299.330	8.980	323.280	8.980	323.280
20	323.280	9.700	349.140	9.700	349.140
<b>Total (11-20)</b>		<b>70.660</b>		<b>76.820</b>	<b>349.140</b>
<b>Total (1-20)</b>		<b>107.990</b>		<b>146.820</b>	<b>349.140</b>

\* Todos los importes en dólares han sido redondeados al más cercano a 10\$.

Digamos que tienes 100.000 dólares para invertir y que has determinado que necesitas generar 7.000 dólares de ingresos para mantener tus estándares de vida. El consejo por sentido común dado a las personas que necesitan ingresos es comprar bonos. Pero en cambio, gira brusca y salvajemente la dirección y convierte los 100.000 dólares en una cartera de acciones que paga un 3 por ciento combinado.

Durante el primer año, tu 3 por ciento de dividendos pone 3.000 dólares en tu cuenta. Ésos no son suficientes ingresos. ¿Cómo cubres este déficit? Vendes acciones por valor de 4.000 dólares. Si el precio de las acciones ha subido a la tasa habitual del 8 por ciento, la cartera valdrá 108.000 dólares, así que tu caída de 4.000 dólares en el capital te deja con 104.000 dólares.

El segundo año, los ingresos por dividendos de la cartera se han incrementado a 3.120 dólares, así que sólo tienes que vender acciones por valor de 3.880 dólares. Cada año posterior, la caída del capital es más pequeña, y los dividendos aumentan, hasta que el año número 16, la cartera produce más de 7.000 dólares en ingresos solamente por los dividendos. En este punto, puedes mantener tus estándares de vida sin tener que vender una sola acción.

Al final de los veinte años, tus 100.000 dólares iniciales han crecido hasta los 349.140 dólares y eres casi cuatro veces más rico que al inicio, además de haberte gastado 146.820 dólares durante el proceso.

De una vez por todas, hemos acallado la última justificación pendiente para preferir los bonos sobre las acciones, que no te puedes permitir la pérdida de ingresos. Pero, nuevamente, el factor miedo entra en escena. Los precios de las acciones no suben de manera ordenada un 8 por ciento al año. Muchos años, incluso bajan. Las personas que utilizan las acciones como un sustituto de los bonos no sólo deben resistir los períodos de correcciones, también deben de estar preparados para vender acciones, algunas veces a precios más bajos, cuando tengan que coger capital como complemento de sus dividendos.

Esto es especialmente difícil en las fases iniciales, cuando un revés en las acciones podría provocar que el valor de la cartera cayese por debajo del precio que has pagado por ellas. La gente continúa preocupada de que una vez

comprometidas las acciones, otra Gran Caída elimine su capital, que no se pueden permitir perder. Éste es el miedo que le mantendrá en los bonos, incluso después de haber estudiado las Tablas 3-1 y 3-2 y estar convencido de la sabiduría detrás de comprometerse a invertir el cien por cien de tu dinero en acciones.

Vamos a suponer que, el día después de haber comprado todas tus acciones, el mercado tiene una corrección importante y tu cartera pierde el 25 por ciento de su valor original de la noche a la mañana. Te regañas a ti mismo por apostar los ahorros de tu familia, pero mientras que no vendas, todavía estas mucho mejor que si hubieses comprado bonos. Los datos informáticos de Beckwitt demuestran que veinte años después tu cartera valdrá 185.350 dólares, o casi el doble en valor que tus antiguos 100.000 dólares en bonos.

O imaginemos un escenario aún peor: una severa recesión que dura veinte años, en donde en vez de tener incrementos de los dividendos y del precio de las acciones a una tasa normal del 8 por ciento, sólo lo hacen la mitad de bien. Éste sería el desastre más prolongado en las finanzas modernas, pero si te mantienes con la cartera sólo con acciones, cogiendo tus 7.000 dólares anuales, al final tendrías 100.000 dólares. Esto todavía iguala tener 100.000 dólares en bonos.

Ojalá hubiese tenido los números de Beckwitt cuando hice mi presentación a la organización sin ánimo de lucro de la que hemos hablado, porque entonces habría intentado convencerles de no tener nada de bonos. Al menos decidimos incrementar el porcentaje de activos invertidos en acciones, lo que es un paso en la buena dirección.

## **Bonos frente a fondos de bonos**

Una vez decidido el mix de activos, el siguiente paso es averiguar cómo invertir la parte en acciones. No soy un fan de los bonos, lo cual explica por qué esta exposición va a ser corta. Que preferiría estar hablando de acciones debería resultar obvio a estas alturas, pero pondré a un lado mi asignatura favorita para decir algo sobre los bonos como un lugar seguro para guardar tu dinero. No lo es.

La gente que duerme mejor por las noches porque poseen bonos y no acciones son susceptibles de despertares desagradables. Un bono del Tesoro a 30 años que paga un 8 por ciento de interés es seguro sólo si tenemos 30 años de baja inflación. Si la inflación vuelve a tasas de doble dígito, la venta secundaria de un bono con cupón del 8 por ciento caería un 20-30 por ciento, si no más. En ese caso, si vendes el bono pierdes dinero. Si lo mantienes por el total de los 30 años te garantizas recuperar tu inversión inicial, pero ese dinero (el principal) valdrá tan sólo una fracción de lo que vale hoy en día. A diferencia del vino o los cromos de béisbol, el dinero se abarata con el tiempo. Por ejemplo, el dólar de 1992 vale un tercio de su antecesor de 1962.

(Es interesante tomar nota de que al presente, el muy menospreciado fondo monetario no es necesariamente el desastre que está diseñado a ser. Con la inflación al 2,5 por ciento y los fondos monetarios pagando un 3,5 por ciento de retorno, al menos estás un 1 por ciento arriba en el juego. Si los tipos de interés aumentan, también lo harán las rentabilidades de los monetarios. No estoy diciendo que puedas vivir sobre un rendimiento del 3,5 por ciento, pero en el monetario al menos no corres el riesgo de perder tu capital. Los fondos monetarios de bajas comisiones ofrecidos en diferentes firmas de inversión han hecho este producto más atractivo. Y dado que los bajos tipos de interés no van a durar eternamente, éste es un lugar mucho más seguro para invertir que los bonos a largo plazo.)

Otra falacia sobre los bonos es que es más seguro comprarlos en un fondo. No hay duda de que así es, si hablas de bonos corporativos o bonos de alto rendimiento con baja calificación crediticia, porque un fondo puede limitar el riesgo de impago al invertir en una variedad de ellos. Pero un fondo de bonos no ofrece protección frente a los mayores tipos de interés, lo que es de largo el mayor peligro de tener un pagaré a largo plazo. Cuando los tipos suben, un fondo de bonos pierde valor tan rápido como un bono individual con un vencimiento similar.

Puedes hacer una defensa medianamente decente sobre invertir en un fondo de bonos basura, o en un fondo mixto que ofrece una variedad de emisiones corporativas y gubernamentales que produce un rendimiento general mejor del que podrías obtener con un bono individual. Lo que no consigo entender es cómo alguien querría invertir todo su dinero en un fondo de bonos



gubernamentales intermedios o de largo plazo. Mucha gente lo hace. Más de 100.000 millones de dólares están invertidos en fondos de bonos gubernamentales hoy en día.

Puede que pierda algún amigo en el departamento de fondos de bonos por decir esto, pero su propósito en la vida elude el mío. Quien quiera que compre un bono gubernamental intermedio y paga el 0,75 por ciento anual de comisiones por salarios, gastos de auditoría, el coste de producir informes, etc., podría igualmente comprar un bono del Tesoro a 7 años, no pagar ninguna comisión y obtener mejores retornos.

Los bonos del Tesoro pueden ser adquiridos mediante un bróker, o directamente de un banco de la Reserva Federal, que no cobra comisión alguna. Puede comprar un bono a 3 años, o a 10 años, por tan solo 5.000 dólares y uno de 10 o 30 años por tan solo 1.000 dólares. El interés en la letra del Tesoro se paga por adelantado, y el interés en el bono es depositado automáticamente en la cuenta de tu bróker o en tu cuenta corriente. No hay ningún lío.

A los promotores de fondos de bonos gubernamentales les gusta argumentar que los gestores experimentados pueden conseguirte un mejor retorno a través de sus bien programadas compras y ventas y sus posiciones con coberturas. Aparentemente, esto no ocurre muy a menudo. Un estudio hecho por el intermediario de bonos de Nueva York Gabriele, Hueglin & Cashman concluía que en un período de 6 años desde 1980 a 1986, los fondos de bonos fueron consistentemente superados por bonos individuales por más de un 2 por ciento al año. Más aún, los fondos de bonos lo hicieron peor en términos relativos a los bonos cuanto mayor tiempo eran mantenidos los bonos. Los beneficios de los gestores expertos eran excedidos por los gastos que fueron extraídos de los fondos para pagar a los expertos.

Los autores sugieren que los fondos de bonos tratan de maximizar el rendimiento actual a costa del retorno total posterior. No tengo ninguna prueba propia de esto para apoyar o refutar esta conclusión pero sí sé que el dueño de un bono de 7 años de duración puede al menos estar confiado en que le devuelvan su dinero al cabo de 7 años mientras que el dueño de un fondo de plazo intermedio de bonos no tiene esa seguridad. El precio que este inversor recibe el día que vende el fondo dependerá del mercado de bonos.

Otro aspecto desconcertante de la obsesión por los fondos de bonos es por qué tantas personas están dispuestas a pagar una comisión de entrada, es decir, recargo, para acceder a los fondos gubernamentales y los llamados fondos de Ginnie Mae. Tiene sentido pagar el recargo en un fondo de acciones que consistentemente bate al mercado, lo recibirás de vuelta y también algo en la rentabilidad del fondo. Pero como una letra del Tesoro de Estados Unidos o un certificado de Ginnie Mae son igual la una que la otra, hay poco que pueda hacer un gestor de uno de estos fondos para distinguirse de los competidores. De hecho, la rentabilidad entre los fondos de bonos sin recargo y los fondos con ellos es prácticamente idéntico. Esto nos lleva al Principio de Peter número 5:

**No tiene sentido pagar a Yo-Yo Ma para reproducir la radio.<sup>9</sup>**

Para gestionar la parte de bonos de la cartera de nuestra organización sin ánimo de lucro, contratamos a siete personas, dos gestores de bonos tradicionales para invertir la mayoría del dinero, tres gestores de bonos convertibles (véase el apartado «Fondos convertibles»), y dos gestores de bonos basura. Los bonos basura pueden ser muy lucrativos, si compras la basura adecuada, pero no queríamos apostar todo en ellos.

### **Acciones frente a fondos de acciones**

En cierto sentido, un fondo de acciones no es diferente de una acción. La única forma de beneficiarse de él es seguir teniéndolo. Esto requiere mucha fuerza de voluntad. Para las personas a las que les pueden atemorizar las acciones, invertir en un fondo de acciones no les resuelve el problema. Es habitual que los fondos de mayor rentabilidad caigan más que la media de las acciones durante una corrección. Durante mi etapa en lo más alto de Magellan, en las nueve ocasiones en las que la acción media perdió un 10 por ciento de su valor, el fondo cayó más que el mercado, para después subir más que el mercado en el rebote, como explicaré con más detalle después. Para beneficiarse de estos retornos, tenías que permanecer en la inversión.

En cartas a los accionistas, advertí de la tendencia de Magellan de inundarse en aguas agitadas, acogiéndome a la teoría de que cuando la gente está preparada para algo esto tal vez los puede perturbar, pero no alterar. Pienso que la mayoría permanecieron en calma y se aferraron a sus acciones. Algunos no lo hicieron. La advertencia de Warren Buffett de que las personas que no pueden tolerar ver sus acciones perder un 50 por ciento de su valor no deberían tener acciones también se aplica a los fondos de inversión.

Las personas que no pueden tolerar ver su fondo de inversión perder un 20-30 por ciento de su valor a corto plazo ciertamente no deberían invertir en fondos de crecimiento o en fondos de renta variable. Quizá deberían elegir un fondo equilibrado que contenga tanto acciones como bonos, o un fondo de asignación de activos, que en cualquier caso ofrece un recorrido más suave que el recorrido que tendrían en un fondo de inversión de crecimiento puro. Por supuesto, hay menos recompensa al final del viaje.

Volviendo nuestra atención a la desconcertante variedad de los 1.127 fondos de renta variable de hoy en día, llegamos al Principio de Peter número 6:

**En la medida en la que esté eligiendo un fondo, podría por lo menos elegir uno bueno.**

Esto es más fácil de decir que de hacer. Durante la última década, hasta el 75 por ciento de los fondos de renta variable han sido peor que mediocres, fracasando en superar las cestas aleatorias de acciones que componen los índices bursátiles, año tras año. De hecho, si un gestor de fondos ha igualado la rentabilidad del mercado, se clasifica en el primer cuartil de todos los fondos.

El hecho de que tantos fondos con inversiones en acciones que componen los índices sean capaces de hacerlo peor que esos índices es una paradoja moderna. Parece ilógico que una mayoría de los gestores de fondos no pueda conseguir un resultado promedio, pero así es como ha sido; 1990 fue el octavo año consecutivo en donde este fracaso generalizado de igualar las ganancias generadas por el popular índice S&P 500 ocurrió.

Las causas de este extraño fenómeno no son del todo desconocidas. Una teoría es que los gestores de fondos son generalmente pésimos selectores de fondos y que lo harían mejor destrozando sus ordenadores y tirando dardos a las páginas financieras. Otra es que el instinto de manada en Wall Street ha producido tantos adeptos que los gestores de fondos sólo pretenden perseguir la excelencia, cuando en realidad son *closet indexers*<sup>10</sup> cuyo propósito en la vida es igualar la media del mercado. Trágicamente, su creatividad residual se pone en su camino, así que no pueden siquiera conseguir un trabajo malo decente, al igual que le sucede a escritores brillantes que intentan y fracasan en producir best-sellers.

Una tercera y más caritativa teoría es que las acciones que componen los índices —especialmente el índice S&P 500— tienden a representar grandes compañías que en los últimos años han disfrutado de un gran recorrido. Era más difícil batir al mercado en los ochenta de lo que lo era en los setenta. En los años ochenta, tenías grandes adquisiciones de compañías que estaban incluidas en los índices de S&P, lo que provocó que el precio de las acciones en los índices subieran. Había muchos extranjeros invirtiendo en nuestro mercado y estos inversores preferían comprar acciones de grandes compañías con nombres famosos. Esto se añadía al momento ascendente.

En los setenta, por otro lado, muchas de estas populares acciones (Polaroid, Avon Products, Xerox, las acereras, los fabricantes de automóviles) se tambalearon porque las propias compañías lo estaban haciendo mal. Las acciones de crecimiento de calidad como Merck continuaban triunfando, pero sus acciones no iban a ningún lado porque estaban sobrevaloradas. Un gestor de fondos que evitase estas grandes compañías tenía una gran ventaja por aquel entonces.

Una cuarta teoría es que la popularidad de los fondos índices ha creado una profecía autocumplida. A medida que más grandes instituciones invierten en índices, más dinero es invertido en acciones de índices, provocando que aumenten de precio, lo que resulta en que los fondos índices batan a la competencia.

Entonces ¿debería de olvidarse de elegir un fondo gestionado de entre los cientos en el mercado, invertir en un fondo índice o en un par de fondos índice, y listo? Discutí esta opción con Michael Lipper, la primera autoridad en

fondos de inversión. Él me facilitó la Tabla 3-3. Compara el retorno de un gran grupo de fondos gestionados, llamados aquí Fondos de Acciones Generales, con el S&P 500 Reinvertido, que en esencia es lo mismo que un fondo índice, salvo las pequeñas comisiones cobradas por el operador del fondo índice.

El cuadro de Lipper ilustra lo que ya hemos dicho, que durante la reciente década los fondos índices batieron a los fondos de gestión activa, y a menudo por un amplio margen. Si hubiera puesto 100.000 dólares en el índice Vanguard 500 el 1 de enero de 1983, y se hubiese olvidado de ello, habría celebrado el 1 de enero de 1991 con 308.450 dólares en su bolsillo, pero habría tenido solamente 236.367 dólares en su bolsillo si hubiese puesto el dinero en el fondo de renta variable medio. Ese récord de ocho años seguidos de ganancia superior fue finalmente roto en 1991.

A lo largo de treinta años, los fondos de gestión activa y los índices están codo con codo, siendo los fondos de gestión activa los que tienen una ligera ventaja. Todo el tiempo y esfuerzo que la gente dedicaba a elegir el fondo correcto, el gran gestor, ha llevado en la mayoría de casos a no tener ninguna ventaja. A no ser que fueses lo suficientemente afortunado en elegir uno de los pocos fondos que de manera consistente bate a los índices (lo veremos con más detalle más adelante), tu análisis te llevaba a nada. Hay algo que decir sobre el método de inversión del dardo: compre toda la diana de dardos.

**TABLA 3-3 Gestores de fondos de inversión frente al S&P 500**

El índice S&P 500 ha batido al gestor de fondos medio  
en 8 de los últimos 10 años...

<b>Año</b>	<b>Fondos de Acciones Generales</b>	<b>S&amp;P 500 Reinvertido</b>
1992	9,1	7,6
1991	35,9	30,4
1990	-6,0	-3,1
1989	24,9	31,6
1988	15,4	16,6
1987	0,9	5,2
1986	14,4	18,7
1985	28,1	31,7
1984	-1,2	6,3
1983	21,6	22,6
... pero a largo plazo, los fondos de gestión activa tienen una ligera ventaja		
1982	26,0	21,6
1981	-0,6	-4,9
1980	34,8	32,5
1979	29,5	18,6
1978	11,9	6,6
1977	2,5	-7,1
1976	26,7	23,9
1975	35,0	37,2
1974	-24,2	-26,5
1973	-22,3	-14,7
1972	13,2	19,0
1971	21,3	14,3
1970	-7,2	3,9

1969	-13,0	-8,4
1968	18,1	11,0
1967	37,2	23,9
1966	-4,9	-10,0
1965	23,3	12,5
1964	14,3	16,5
1963	19,2	22,8
1962	-13,6	-8,7
1961	25,9	26,9
1960	3,6	0,5

Rentabilidades Acumuladas Totales

---

1960-1992	2548,8	2470,5
-----------	--------	--------

Fuente: Lipper Analytical Services, Inc.

El propio Lipper ve la inutilidad en la búsqueda anual para encontrar al gestor ganador del mañana. La evidencia nos demuestra que es probablemente un ejercicio inútil. Aun así, las esperanzas se mantienen. El espíritu humano está vivo y sano en Wall Street, y los inversores no van a dejar de mirar por sus listas de fondos, en búsqueda de un fondo que pueda de manera consistente batir a los índices.

Algunos de mis colegas y yo aceptamos este desafío para la organización sin ánimo de lucro anteriormente mencionada. Dedicamos horas revisando los resúmenes y rentabilidades récord de 75 diferentes gestores de activos, y de este número elegimos entrevistar a 25.

Habíamos decidido contratar a un grupo de gestores y darles a cada uno de ellos una porción de la cartera de acciones. Podría hacer lo mismo comprando varios fondos de diferentes estilos y filosofías. Nuestro razonamiento era el siguiente: los mercados cambian y las condiciones cambian y un estilo de gestor o un tipo de fondo no tendrá éxito todo el tiempo. Lo que aplica a las acciones también aplica a los fondos de inversión. Nunca sabes dónde estarán las siguientes grandes oportunidades, así que merece la pena ser ecléctico.

Si sólo tienes un fondo de inversión, puedes verte en la situación en la que el gestor haya perdido su habilidad, o en donde las acciones del fondo hayan caído en desgracia. Un fondo de tipo valor, por ejemplo, puede obtener excelentes rentabilidades durante tres años y pésimas durante los siguientes seis. Antes de la Gran Corrección de 1987, los fondos de tipo valor lideraron el mercado durante ocho años mientras que los fondos de crecimiento se quedaban atrás. Recientemente, los fondos de crecimiento han liderado el mercado, pero de nuevo perdieron su ventaja en 1992.

Aquí nos adentramos en el creciente complejo universo de las tipologías de fondos. Para el propósito de esta discusión, los tipos más importantes son los siguientes:

1. Fondos de apreciación de capital, en donde el gestor que lo gestiona tiene libertad para comprar todo tipo de acciones y no está obligado a adherirse a ninguna filosofía en particular. Magellan es uno de ellos.
2. Fondos de tipo valor, en donde el gestor invierte en compañías cuyos activos, no sus beneficios presentes, son su principal atracción. Éstos incluyen compañías de materias primas, compañías con activos inmobiliarios, compañías de televisión por cable, compañías con oleoductos y compañías embotelladoras. Muchas de estas compañías llamadas valor se han endeudado mucho para comprar activos. Planean aumentar sus beneficios a medida que las deudas van siendo pagadas.
3. Fondos de calidad con crecimiento, en donde los gestores invierten en compañías de mediana y gran capitalización que están bien establecidas, se expanden a una tasa estable y razonable e incrementan sus ingresos un 15 por ciento o más. Esto elimina de la lista las cíclicas, las compañías con poco crecimiento tipo blue-chip y las compañías de suministros.
4. Fondos de crecimiento emergente, en donde los gestores invierten principalmente en compañías pequeñas. Estas compañías de pequeña capitalización se rezagaron con respecto al mercado durante varios años y repentinamente se recuperaron en 1991.
5. Fondos de situaciones especiales, en donde los gestores invierten en acciones de compañías que no tienen nada en particular en común excepto que algo único les ha ocurrido para cambiar sus perspectivas.



Saber qué tipo de fondo tiene le ayuda a hacer un juicio informado sobre si debería mantenerlo o no. Que el fondo de tipo valor de Mario Gabelli se haya rezagado con respecto al mercado durante cuatro años no es por sí mismo una buena razón para abandonar a Gabelli. (De hecho, el fondo de Gabelli rebotó en 1992). Cuando las acciones de valor no están de moda, no hay manera de esperar que Gabelli o Kurt Lindner o Michael Price lo hagan tan bien como los gestores de un fondo de crecimiento que está en gracia.

La única comparación razonable es un fondo de valor frente a otro. Si durante muchos años Gabelli ha obtenido un resultado mejor que el de Lindner, ése es un argumento para estar con el de Gabelli. Pero si Gabelli ha sido superado por John Templeton, el conocido gestor de fondos de crecimiento, no hay reflexión alguna sobre Gabelli. Es una reflexión sobre el estilo de inversión de valor.

Del mismo modo, sería estúpido culpar al gestor de un fondo de oro que estuviera cayendo un 10 por ciento el año pasado cuando las acciones de oro en general estuvieran también un 10 por ciento abajo. Cuando cualquier fondo lo hace mal, la tentación natural es querer cambiar a un fondo mejor. La gente que sucumbe a esta tentación sin considerar el tipo de fondo que les falló está cometiendo un error. Tienden a perder la paciencia precisamente en el peor momento, saltando de un fondo valor a uno de crecimiento justo cuando el valor está comenzando a recuperarse y el crecimiento está empezando a agotarse.

De hecho, cuando un fondo de valor lo hace mejor que sus rivales en un año malo para el resto de fondos de valor, no necesariamente hay un motivo de celebración. (Esto también se aplica a los fondos de crecimiento o a cualquier otra tipología de fondo.) Puede ser que el gestor se haya desencantado de las acciones valor y haya invertido parte del dinero en compañías blue chip o de suministros. Se ha frustrado con el estilo valor, especialmente cuando no ha estado funcionando.

La falta de disciplina del gestor puede producir buenos resultados a corto plazo, pero los beneficios pueden ser pasajeros. Cuando las acciones de valor vuelvan, este gestor no estará totalmente invertido en ellas, y sus partícipes no estarán recibiendo por lo que pagaron.

El inversor sofisticado puede controlar un fondo leyendo los informes anuales y semianuales para determinar si el gestor está comprando el tipo de acciones que se supone que debería de estar comprando. Por ejemplo, no te gustaría encontrarte a Microsoft en la cartera de un fondo de tipo valor. Me he percatado que cuestionar a posteriori al gestor de fondos está por encima de las posibilidades del inversor promedio, pero es la clase de cosas que adictos a las acciones como yo disfrutan haciendo.

## **El equipo de las estrellas**

Para incrementar las probabilidades de que al menos algunos de los activos estuvieran invertidos en el lugar adecuado en el momento preciso, acabamos eligiendo 13 fondos y gestores diferentes para nuestra organización sin ánimo de lucro. Éstos incluían un gestor de valor, dos gestores de calidad con crecimiento, dos fondos de situaciones especiales, tres fondos de apreciación de capital, un fondo de crecimiento en emergentes, un fondo que invierte sólo en compañías que han aumentado de manera consistente sus dividendos, y tres fondos de obligaciones convertibles (como he descrito en el apartado «Fondos convertibles»).

De este equipo de fondos y gestores, esperamos generar un equipo de diferentes estrellas para batir al mercado cada año, y con las suficientes estrellas para contrarrestar a los ejecutores mediocres esperábamos batir al mercado.

Si es un inversor promedio, puede duplicar esta estrategia de una manera más sencilla dividiendo su cartera en, digamos, seis partes e invirtiendo en un fondo para cada uno de los fondos mencionados arriba, más un fondo de compañías de suministros o un fondo mixto para contrapeso de un mercado convulso.

Desde 1926, los fondos de crecimiento en emergentes han batido al S&P 500 por un margen sustancial, así que siempre es una buena idea mantener algo invertido en ellos. Podría añadir un par de fondos índices para acompañar a los fondos de gestión activa. Podría, por ejemplo, comprar un fondo índice del S&P 500 para cubrir el seguimiento de calidad y crecimiento, el fondo índice

del Russell 2000 para cubrir las compañías de crecimiento de emergentes; Gabelli Asset, el fondo Lindner, o el fondo Michael Price Mutual Beacon para las acciones de tipo valor, y Magellan (¿se permite la publicidad?) para la apreciación de capital.

La aproximación más sencilla es dividir su dinero en seis partes iguales, comprar seis fondos, y acabar con el ejercicio. Con nuevo dinero para invertir, repetir el proceso. La aproximación más sofisticada es ajustar los pesos de los diferentes fondos, poniendo nuevo dinero en los sectores que lo han hecho peor que el mercado. Esto sólo lo debería de hacer con nuevo dinero. Puesto que los individuos deben de preocuparse por las consecuencias fiscales (lo que las organizaciones sin ánimo de lucro no tienen que hacer), probablemente no es una buena idea hacer mucha compra y venta y cambiar dinero entre los fondos.

Entonces ¿cómo saber qué sectores lo han hecho peor que el mercado? Analizamos este asunto en nuestra planificación para la organización sin ánimo de lucro en el otoño de 1990. Por aquel entonces, estaba convencido de que algunas de las principales compañías de crecimiento, como Bristol-Myers, Philip Morris y Abbot Labs, que Wall Street había llevado a una vertiginosa subida hasta nuevos máximos, estaban sobrevaloradas y a punto de una normalización, o al menos un respiro. Cómo adiviné esto está explicado con más detalle en la p. 185.

Éstos son los típicos gigantes en los sectores de farmacéuticas y alimentación, que componen el índice S&P 500. El índice Dow Jones, por otro lado, está fuertemente invertido en cíclicas, mientras que el NASDAQ y el Russell 2000 representan compañías más pequeñas de crecimiento emergente, cadenas de restauración, compañías tecnológicas, etc.

Comparando el índice S&P 500 con la rentabilidad del índice Russell 2000 echando la vista atrás diez años, se puede observar un cierto patrón. En primer lugar, las acciones de crecimiento emergente son mucho más volátiles que sus contrapartidas más grandes, cayendo y subiendo como un halcón.

En los períodos de cinco años previos a 1990, las acciones de crecimiento emergente obtuvieron un retorno pésimo en relación con el S&P 500, con el S&P arriba un 114,58 por ciento, mientras que el Russell 2000 sólo había subido un 47,65 por ciento. Pero el crecimiento emergente se

recuperó con fuerza en 1991, cuando el índice Russell subió un 62,4 por ciento en 12 meses. Algunos fondos de crecimiento emergente lo hicieron aún mejor que el Russell 2000, arrojando ganancias del 70 o incluso del 80 por ciento.

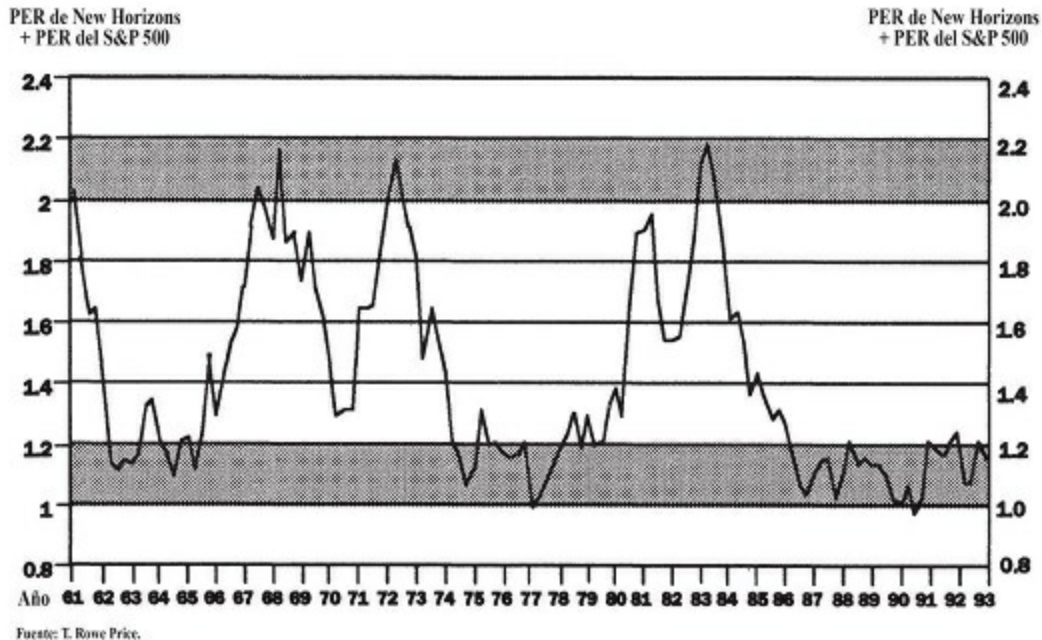
Obviamente, 1990 había sido un buen año para añadir dinero al sector de crecimiento emergente en tu cartera. Habrías estado inclinado a hacer exactamente eso de haber prestado atención al progreso de varios índices, como reportaron *Barron's*, *The Wall Street Journal* y otros.

Otra forma útil para decidir poner más dinero en el sector de crecimiento emergente o invertir en fondos más grandes, tipo S&P, es seguir el progreso del fondo T. Rowe Price New Horizons. New Horizons es un popular fondo, creado en 1961 para invertir en compañías pequeñas. De hecho, siempre que una compañía se hace demasiado grande, los gestores de New Horizons la retiran de la cartera. Esto es lo más cerca que estará de un barómetro sobre qué está pasando con las acciones de crecimiento emergente.

La Gráfica 3-1, publicada con actualizaciones periódicas de T. Rowe Price, es una comparativa del ratio PER de las acciones del fondo New Horizons y el ratio PER del S&P 500 en general. Dado que se espera que las compañías pequeñas crezcan a un ritmo mayor que las compañías grandes, las acciones pequeñas cotizan a un ratio PER mayor que las grandes. Teóricamente, deberías esperar que el ratio PER del fondo New Horizons sea mayor que el ratio PER del S&P todo el tiempo.

### **GRÁFICA 3-1 Precio relativo/Ratio PER**

Fondo New Horizons frente al S&P 500



En la práctica, éste no siempre es el caso, lo cual hace esta tabla tan útil. Durante ciertos períodos cuando el sector de crecimiento emergente es impopular entre los inversores, estas pequeñas acciones se ponen tan baratas que el ratio PER de New Horizon cae al mismo nivel que el del S&P. (Esta extraña condición se indica aquí con el número 1.0).

En otros períodos, cuando las acciones pequeñas son ampliamente populares y suben hasta niveles irrazonablemente altos, el ratio PER de New Horizons subirá hasta igualar el del S&P 500 (mostrado aquí con el número 2.0).

Como puedes ver, sólo dos veces en los últimos veinte años (1972 y 1983) se ha alcanzado este elevado nivel 2.0. En ambos casos, las acciones pequeñas fueron castigadas los siguientes años. De hecho, las acciones pequeñas se perdieron gran parte del mercado alcista de 1983 hasta 1987. Cuando el indicador de New Horizons se aproxima al temido punto 2.0, ésta es una gran pista de que es hora de evitar el sector del crecimiento emergente y concentrarse en el S&P.

Claramente, el mejor tiempo para comprar acciones de crecimiento emergente es cuando el indicador cae por debajo de 1.2. Nuevamente, para beneficiarse del premio de esta estrategia tiene que ser paciente. Las alzas en acciones pequeñas pueden tardar un par de años en coger fuerza, y otros años

más en desarrollarse por completo. Por ejemplo, en 1977, después de que el sector de crecimiento emergente hubiese tenido uno o dos años de buen rendimiento, la opinión que prevalecía en Wall Street era que este sector había alcanzado su potencial y que era hora de abandonar las acciones pequeñas en favor de las acciones grandes. Como un gestor de fondos joven, ignoré esa opinión y me mantuve con acciones pequeñas, una decisión que permitió a Magellan batir al mercado durante cinco años después de eso.

El mismo tipo de comparación se puede aplicar a los fondos de crecimiento frente a los fondos de valor. Lipper Analytical Services publicaba un índice de 30 fondos valor y un índice de 30 fondos de crecimiento que aparece en cada ejemplar de *Barron's*. Entre 1989 y 1991, el índice Lipper de fondos de crecimiento subió un 98 por ciento mientras que el índice de fondos valor logró subir tan sólo un 36 por ciento. Cuando el valor obtiene peores resultados durante varios años, puede que quiera invertir más dinero en el fondo de los de valor.

## **Eligiendo a los ganadores**

¿Cómo puedes elegir un fondo valor, un fondo de crecimiento o un fondo de apreciación del capital que supere a tus rivales? La mayoría de las personas observa el rendimiento pasado. Estudian la guía de Lipper publicada en *Barron's* o en cualquier otro tipo similar de fuente que llevan un registro del rendimiento. Miran al récord a 1, 3, 5 años o más. Éste es otro pasatiempo nacional, revisar el comportamiento pasado de los fondos. Se han dedicado miles de horas a ello y se han escrito cientos de libros y artículos. Y pese a ello, con pocas excepciones, esto se convierte en una pérdida de tiempo.

Algunas personas cogen el mayor ganador del año pasado, el que está en lo más alto de la lista de Lipper de los triunfadores a un año, y compran el fondo. Esto es algo particularmente insensato. El ganador a un año tiende a ser un fondo gestionado por alguien que apostó por una industria o un tipo de compañía en un sector popular y tuvo suerte. ¿Cómo si no ha sido capaz de

hacerlo mucho mejor que el resto? Al año siguiente, cuando este gestor de fondos no tenga tanta suerte, su fondo estará en lo más bajo de la lista de Lipper.

Por desgracia, esto de coger a los ganadores del futuro con el rendimiento pasado parece no funcionar tampoco ni siquiera cuando usamos un récord a 3 y 5 años. Un estudio hecho por la revista *Investment Vision* (hoy *Worth*) muestra lo siguiente: si cada año entre 1981 y 1990 hubiese invertido en el fondo que tuvo mejor comportamiento sobre el período previo de 3 años, al final se habría rezagado el S&P 500 por un 2,05 por ciento. Si hubiese invertido de forma similar en los fondos con mejor récord a 5 y 10 años, habría batido al S&P por 0,88 por ciento y 1,02 por ciento respectivamente. Esto no habría sido suficiente para cubrir el entrar y salir de estos fondos.

¿Qué habría pasado si hubiera comprado los fondos con mejor rendimiento a 5 y 10 años y los hubiera mantenido durante 5 años? En el caso de los de mejor rendimiento a 5 años, no lo habría hecho mejor que el índice S&P, y en el caso de los de mejor rendimiento a 10 años, de hecho habría terminado rezagado del S&P por 0,61 por ciento.

La lección aquí es: no gaste mucho tiempo mirando los cuadros de rentabilidades pasadas. Eso no significa que no debería de elegir un fondo con un buen comportamiento a largo plazo. Pero es mejor pegarse a uno que tenga un rendimiento consistente que moverse dentro y fuera de los fondos, intentando coger las olas.

Otro asunto importante es lo que le pasa a un fondo en un mercado bajista. Esto también es un asunto complicado. Algunos fondos pierden más que otros, pero ganan más en los rebotes; algunos pierden menos y ganan menos; y algunos pierden más y ganan menos. Este último grupo es el que debemos evitar.

Una fuente de información excelente sobre este asunto es el *Forbes* Honor Roll, publicado en la revista cada septiembre. Para hacer la lista de Forbes, un fondo tiene que tener algo de historia detrás, dos mercados alcistas y al menos dos mercados bajistas. Forbes puntúa cada fondo (de la A a la F) sobre cómo se ha comportado en ambas situaciones. Da el nombre del gestor y cuánto tiempo ha estado en el puesto, los costes del fondo, el ratio PER y la rentabilidad media anual a 10 años.

Entrar en la lista *Forbes* Honor Roll es difícil, que es lo que hace que sea un buen lugar para comprar fondos. Es muy difícil equivocarse eligiendo un fondo con una puntuación de A o B en ambos tipos de mercados.

De los cerca de 1.200 fondos de renta variable existentes, sólo 264 llegan a 1978, y de esos 264, sólo 9 han mostrado una ganancia en cada año natural desde entonces. Esta lista incluye: Phoenix Growth, Merrill Lynch Capital A, Investment Company of America, John Hancock Sovereign, CGM Mutual, Nationwide, Eaton Vance Investors, Pax World y Mutual of Omaha Income. El más rentable de éstos, Phoenix Growth, ha generado un increíble récord, una ganancia anual del 20,2 por ciento desde 1977. Ocho de los nueve han generado una rentabilidad anual del 13 por ciento o más.

## **Recarga frente a no recarga**

Otra cuestión que merece ser abordada es la recarga frente a la no recarga. Si su fondo lleva una recarga (traducción: comisión de venta), ¿significa eso que está obteniendo un mejor producto? No necesariamente. Algunos fondos de éxito cobran recarga mientras que otros igual de exitosos no lo hacen. Si planean adherirse durante varios años a un fondo, la comisión del 2-5 por ciento que paga para entrar demostrará ser insignificante. No debería de comprar un fondo por tener recarga, ni rechazar comprar uno por la misma razón.

Las comisiones corrientes de un fondo pueden ciertamente perjudicar su rentabilidad, que es donde los fondos índices tienen la ventaja, como hemos visto. Comparando el rendimiento pasado de un fondo frente a otro, puede ignorar las comisiones. El retorno anual de un fondo se calcula después de que las comisiones y gastos se han deducido, así que están automáticamente incluidas en la ecuación.

Algunas personas se preocupan del tamaño de un fondo, especialmente en Magellan. Comenzando en 1983, cuando los activos de Magellan pasaron la barrera de los 1.000 millones de dólares, empecé a escuchar por primera vez las palabras «demasiado grande para triunfar». Era demasiado grande para triunfar con 2.000 millones, con 4.000 millones y con 10.000 millones, y para



cuando me marché era demasiado grande para triunfar con 14.000 millones. Presumiblemente, era demasiado grande para triunfar con 20.000 millones de dólares, el tamaño que alcanzó bajo Morris Smith.

Durante un año después de que Morris tomara las riendas, *The Boston Globe* tenía la columna «Siguiendo a Morris Smith», que también se podía haber llamado «Mira a Morris Smith fracasar con un fondo que es demasiado grande». Después de los excelentes resultados de Morris en 1991, el *Globe* canceló su columna pero mucha gente aún canta el blues *Tu fondo es demasiado grande*. Ahora que Morris se ha marchado, es el turno de Jeff Vinik de triunfar con un fondo demasiado grande.

Ciertamente hay inconvenientes de gestionar un fondo grande. Es como si un defensa de fútbol americano intentara sobrevivir con una dieta de *petit fours*.<sup>11</sup> Tiene que comer una cantidad considerable de ellos para obtener algo de sustento. El gestor de un fondo tiene el mismo predicamento con las acciones. No puede comprar las suficientes acciones de una compañía pequeña fantástica como para que marque la diferencia en la rentabilidad del fondo. Tiene que comprar acciones en grandes compañías, e incluso con grandes compañías lleva meses amasar una cantidad significativa y más meses para venderla.

Estas desventajas pueden superarse con una hábil gestión. Michael Price lo ha demostrado con su Mutual Shares (este fondo está cerrado a nuevos inversores; Price también gestiona Mutual Beacon), como también lo hizo Morris Smith, mi sucesor en Magellan.

Antes de dejar este asunto, hay otros cuatro tipos de fondos que me gustaría discutir: fondos sectoriales, fondos convertibles, fondos de capital fijo y fondos países.

## **Fondos sectoriales**

Los fondos sectoriales han estado presentes desde los años cincuenta. En 1981, Fidelity ofreció su primer grupo de fondos sectoriales, permitiendo a los inversores cambiar de un sector a otro a un coste relativamente bajo. Un

inversor que era optimista con una industria (petróleo, por ejemplo) pero que no tenía tiempo de estudiar las compañías de forma específica en el negocio del crudo podía simplemente comprar el fondo del sector del petróleo y el gas.

Estos fondos sectoriales no estaban diseñados para darle al selector de acciones caprichoso una nueva oportunidad de seguir corazonadas. Desafortunadamente, así es como son utilizados en ocasiones. Comprar el fondo de petróleo y gas, en contraposición a Exxon, apenas te protegerá de las pérdidas si los precios del crudo caen porque tu instinto te decía que el precio del crudo iba a subir.

El mejor candidato para invertir en fondos sectoriales es una persona con conocimientos especiales sobre una materia prima o las perspectivas a corto plazo de una industria en particular. Podría ser el dueño de una joyería, un constructor, un gestor de seguros, un encargado de una gasolinera, un doctor o un científico, cada uno de los cuales está en posición de seguir los últimos desarrollos en, respectivamente, precios del oro y la plata, precios de la madera, tasas de seguros, precios del petróleo, aprobaciones del gobierno a nuevos medicamentos, o si las compañías de biotecnología estaban siendo capaces de producir un producto comercialmente viable.

Si estás en el sector correcto en el momento adecuado, puedes ganar mucho dinero muy rápido, como los inversores del Fidelity Biotechnology descubrieron en 1991. El valor de ese fondo sectorial se incrementó un 99,05 por ciento en un año. Pero esos beneficios también pueden desaparecer tan rápido como aparecen. El fondo Fidelity Biotechnology cayó un 21,5 por ciento durante los primeros 9 meses de 1992. Los fondos del sector tecnológico fueron los grandes ganadores entre mediados de 1982 y 1983 y los grandes perdedores durante los siguientes años. Durante la pasada década, salud, servicios financieros y compañías de suministros han sido los sectores más rentables, y los metales preciosos los que menos.

Bajo la premisa de que cada sector en el mercado eventualmente tiene su momento, he comenzado a interesarme de nuevo en el sector del oro.

En mis primeros años en Magellan, los precios del oro estaban disparados y la gente estaba evitando el dentista por que temían tener que pagar por una funda de oro más aún de lo que temían el taladro. En esa época, los fondos de mayor rentabilidad eran los fondos de oro, que tenían nombres

como Inversiones Estratégicas o Inversores Internacionales o Servicios Unidos. Para el observador casual, los fondos de oro sonaban como fondos de acciones genéricos, una confusión que encontraba indignante.

En los rankings de Lipper de los fondos de inversión más rentables durante un período de 5 años, normalmente era batido por un fondo de oro, aunque mucha gente no sabía qué era un fondo de oro. Para el inversor medio, parecía como si otros gestores de fondos lo estuvieran haciendo mejor de lo que yo lo hacía, cuando de hecho esos números uno eran especialistas de un sector de moda. Pronto, los fondos de oro desaparecieron de lo alto de la lista de Lipper, y en años recientes han tocado suelo.

Durante la década que acabó en junio de 1992, 5 de los 10 peores fondos por rendimiento en el mercado de Estados Unidos eran fondos de oro. U.S. Goldshares, por ejemplo, sólo había subido un 15 por ciento en todo este largo período cuando el fondo de inversión medio se triplicó y cuadruplicó. Lo habrías hecho mejor en cualquier fondo monetario, o en bonos de ahorro de Estados Unidos, que en un fondo de oro.

Pero habiendo sido el oro altamente apreciado por la población mundial desde antes de los egipcios y los incas, dudo que hayamos visto su último adiós. Una de las organización benéficas con las que estoy involucrado posee algunas acciones de oro, y recientemente escuché una presentación de algunos bien informados expertos en oro. Señalan que en los años ochenta, el declive de la producción en Sudáfrica fue más que compensado por nueva producción en minas estadounidenses, canadienses, brasileñas y australianas. Esto creó un exceso de oro, exacerbado por el dumping de oro por parte de antiguas repúblicas soviéticas. Dudan de que el exceso continúe.

La oferta de oro en nuevas minas se acabará pronto, y mientras tanto, la década de precios bajos ha desanimado a las compañías a realizar más exploraciones y desarrollos. Es probable que esto genere una bonita situación a mitad de década. La demanda de oro para usos industriales y de joyería subirá, mientras que la oferta bajará. Y si la inflación vuelve a doble dígito, la gente comprará una vez más el oro como una cobertura.

Además, se encuentra el «factor China» empujando los precios del oro. Los trabajadores chinos se están convirtiendo en más prósperos, pero carecen de cosas que comprar con el dinero. Hay una oferta limitada de productos de

gran valor (coches, electrodomésticos, casas, etc.) que puedan ser adquiridos, así que el gobierno está intentando aliviar la frustración permitiendo a las personas tener oro. Esta política está creando una demanda totalmente nueva para el metal. La situación se puede repetir para otros países emergentes.

Hay 34 fondos sectoriales de oro en el mercado hoy en día, algunos que compran acciones en compañías mineras de Sudáfrica, otros que compran acciones sólo en compañías mineras que no son de Sudáfrica. Un par de fondos híbridos están invertidos al 50 por ciento en oro y el otro 50 por ciento en bonos gubernamentales. Para el inversor extremadamente temeroso que se preocupa por la llegada de la Depresión y la llegada de la hiperinflación, éste es un mix atractivo.

### **Fondos convertibles**

Ésta es una forma infravalorada de disfrutar de lo mejor de los dos mundos: la alta rentabilidad de acciones secundarias y de pequeña capitalización y la estabilidad de los bonos. En general, son las pequeñas compañías las que emiten bonos convertibles, que pagan un tipo de interés menor que los bonos normales. Los inversores están dispuestos a aceptar este tipo de interés inferior a cambio de intercambiar sus bonos convertibles por acciones ordinarias a un precio de conversión específico.

Normalmente, el precio de conversión es un 20-25 por ciento superior al precio actual de la acción ordinaria. Cuando el precio de la acción ordinaria alcanza un nivel superior, la figura de la conversión se vuelve valiosa. Mientras que se espera a que esto suceda, el bonista está recolectando intereses en los bonos. Y mientras que el precio de una acción ordinaria puede caer muy deprisa, el precio de un bono convertible es menos volátil. El rendimiento lo sostiene. En 1990, por ejemplo, las acciones ordinarias vinculadas a los diferentes tipos de bonos convertibles habían caído un 27,3 por ciento, mientras que los propios bonos convertibles perdieron solamente un 13 por ciento de su valor.

Aun así, hay ciertos inconvenientes de invertir en bonos convertibles. Éste es un campo que es mejor dejar a los expertos. El inversor amateur puede hacerlo bien en uno de los numerosos fondos de bonos convertibles, que se merecen más reconocimiento del que tienen. Hoy, un buen fondo convertible renta un 7 por ciento, que es mucho mejor que el 3 por ciento de dividendos que consigues de las acciones ordinarias. El Putnam Convertible Income Growth Trust, por nombrar a uno de esos fondos, tiene una rentabilidad total a veinte años del 884,8 por ciento, lo que bate al S&P 500. Pocos fondos de gestión activa pueden hacer semejante afirmación, como ya hemos visto.

En la organización benéfica sin nombre de Nueva Inglaterra, invertimos en no menos de tres fondos convertibles, porque en aquel momento las convertibles parecían infravaloradas. ¿Cómo podíamos saberlo? Normalmente, un bono corporativo normal rendía un 4 por ciento más que los bonos convertibles, lo que significa que los bonos convertibles estaban carísimos. Pero durante la venta en masa de octubre de 1990 por culpa de Sadam, los bonos convertibles rendían un 1 por ciento más que los bonos normales emitidos por las mismas empresas. Era una excelente oportunidad para comprar bonos convertibles a un precio ventajoso.

Una buena estrategia para la inversión en convertibles es: compra fondos convertibles cuando el diferencial entre bonos convertibles y corporativos sea estrecho (digamos, 2 por ciento o menos), y reduce cuando el diferencial se amplíe.

## **Fondos de capital fijo**

Los fondos de capital fijo cotizan al igual que las acciones en las principales bolsas. Hay 318 de estos fondos con el conteo actual. Los hay de todos los tamaños y variedades: fondos de capital fijo de bonos, fondos de bonos municipales, fondos de acciones genéricos, fondos de crecimiento, fondos de valor, etc.

La principal diferencia entre un fondo de capital fijo y un fondo de capital abierto como Magellan es que un fondo de capital fijo es estático. El número de participaciones se mantiene constante. Un partícipe en un fondo de

capital fijo sale del fondo vendiendo sus participaciones a otra persona, igual que si estuviera vendiendo acciones. Un fondo de capital fijo es dinámico. Cuando un inversor lo compra, se crean nuevas participaciones. Cuando el inversor vende, sus participaciones son retiradas o canjeadas, y el fondo se reduce en esa cantidad.

Tanto los fondos de capital fijo como los fondos de capital abierto son básicamente gestionados de la misma forma, excepto que el gestor de un fondo de capital fijo tiene cierta seguridad extra en su trabajo. Puesto que el fondo no puede reducir su tamaño debido al éxodo masivo de clientes, la única forma de que fracase es generar pérdidas en la cartera. Gestionar un fondo de capital fijo es como tener una cátedra en la universidad, puedes ser despedido pero tienes que hacer algo realmente muy mal para que suceda.

Nunca he visto un estudio definitivo sobre que los fondos de capital permanente, como grupo, lo hagan mejor o peor que los fondos de capital abierto. En una revisión casual, ningún tipo tiene una ventaja particular. Los más rentables en ambas categorías aparecen en el *Forbes* Honor Roll de fondos de inversión, lo que demuestra que es posible sobresalir con cualquier formato.

Una característica interesante de los fondos de capital fijo es que dado que cotizan como las acciones, también fluctúan como ellas, un fondo de capital fijo se vende o bien con descuento o con prima sobre el valor de mercado (o valor liquidativo) de su cartera. Los cazadores de gangas tienen excelentes oportunidades en ventas masivas de mercado de comprar un fondo de capital fijo a un descuento sustancial de su valor liquidativo.

### **Si es martes, debe de ser el fondo de Bélgica**

Muchos fondos de capital fijo son más conocidos como fondos país. Éstos nos permiten invertir en nuestros países favoritos, una posibilidad más romántica que invertir en compañías. Después de una buena botella de vino en la *piazza* cerca de la Fontana di Trevi, ¿quién demonios no querría invertir en el Fondo

Italia? Aquí les dejo un buen consejo para los del departamento de marketing: adjunten números 800 para los fondos país en los teléfonos de los principales hoteles extranjeros.

Hay al menos 75 fondos país y/o fondos regionales en existencia hoy en día. Con la desintegración del bloque comunista, este número es seguro que crecerá. Dos fondos de Cuba están siendo lanzados en Miami, en anticipación de la restauración del capitalismo en La Habana, y Castro ni siquiera ha hecho las maletas.

El mejor argumento a favor de los fondos país como inversiones a largo plazo es que las economías extranjeras están creciendo más rápido que la americana, lo que provoca que sus mercados bursátiles avancen a un ritmo más rápido que el nuestro. En la última década, éste ciertamente ha sido el caso. Incluso en Magellan, mi ratio de ganadores sobre perdedores fue superior en acciones extranjeras que en acciones Made-in-the-U.S.A.

Pero para tener éxito en un fondo país tienes que tener paciencia y una tendencia contraria. Los fondos país despiertan un deseo de gratificación instantánea. Pueden ser trampas para los pensadores de fin de semana. Un buen ejemplo es el Fondo Alemania y su ramificación Fondo Nueva Alemania, ambos estaban concebidos a medida que el muro de Berlín llegaba a su fin, y los alemanes de ambos lados se abrazaban unos a otros en las calles, con el resto del mundo celebrándolo. El gran renacimiento de Alemania estaba a punto de comenzar.

Detrás del muro, como contexto emocional, tenías la mágica reunificación de Europa. En 1992, a la hora acordada, siglos de enemistad se suponía que iban a desaparecer de la noche a la mañana: los franceses se besarían con los alemanes y los ingleses se besarían con los alemanes y los franceses, los italianos dejarían la lira y los holandeses sus florines por una nueva moneda común y la unidad, paz y prosperidad prevalecería. Personalmente, me parecía mucho más fácil creer en la recuperación de Piers 1 Imports.

Mientras que los berlineses triunfantes bailaban en las ruinas del muro, el precio de los fondos de Alemania subió más de un 25 por ciento por encima del valor de sus acciones subyacentes. Estos fondos estaban subiendo un 2 por

ciento al día en nada más que una esperanza de auge económico. Las mismas pretenciosas expectativas existen ahora para la fusión entre Corea del Norte y Corea del Sur, que anticipo que acabarán con un final similar a corto plazo.

Seis meses después, cuando los inversores finalmente se dieron cuenta de este gran renacimiento alemán, la euforia se convirtió en desesperación y los fondos de Alemania rápidamente fueron vendidos con un descuento del 20-25 por ciento sobre el valor subyacente de sus acciones. Se han vendido con descuento desde entonces.

Mientras tanto, en 1991, cuando las personas estaban todavía eufóricas por las perspectivas alemanas, la bolsa allí lo hizo mal, mientras que en la primera mitad de 1992, cuando las noticias sobre Alemania eran pesimistas, el mercado lo hizo bien. Es difícil comprender estos acontecimientos en casa, mucho menos desde fuera.

Claramente, el mejor momento para comprar un fondo país es cuando es impopular y lo puedes adquirir con un descuento del 20-25 por ciento. Más tarde o más temprano, Alemania tendrá su renacimiento, y los inversores pacientes que compraron el fondo de Alemania en mínimos estarán encantados de haberlo hecho.

Hay muchos inconvenientes con los fondos país. Las comisiones y gastos son generalmente bastante altos. No es suficiente con que las compañías en las que el fondo invierta lo hayan hecho bien. La divisa del país en cuestión tiene que permanecer fuerte con relación al dólar, de lo contrario perderás tus ganancias por completo con la conversión. El gobierno no puede arruinar la fiesta con impuestos extra o regulaciones que perjudiquen a los negocios. El gestor del fondo país tiene que hacer sus deberes.

Pero ¿quién es el gestor? ¿Es alguien que visitó una vez este país y tiene un póster de viaje para demostrarlo, o alguien que ha vivido y trabajado allí, tiene contactos en la mayoría de las compañías y puede seguir las compañías?

Me gustaría expresar mi opinión sobre el debate Estados Unidos frente al mundo. Hoy en día, está de moda pensar que cualquier cosa hecha en el extranjero es superior a la versión doméstica: los alemanes son más eficientes y pueden hacer mejores coches, los japoneses trabajar más duro y pueden hacer las mejores televisiones, los franceses son más divertidos y hacen el



mejor pan, los singapurenses están mejor educados y hacen los mejores discos duros, etc. De todos mis viajes al extranjero, he concluido que Estados Unidos todavía tiene las mejores compañías y el mejor sistema para invertir en ellas.

Europa está llena de grandes conglomerados que son el equivalente a nuestras *blue chips*, pero Europa carece del número de compañías de crecimiento que tenemos. Aquellas que sí existen suelen estar sobrevaloradas. Estaba L'Oréal, una compañía francesa de cosméticos que Carolyn descubrió en su análisis fundamental en la perfumería. Me gustaba la acción pero no a 50 veces los beneficios.

Estoy seguro de que centenares de compañías americanas han incrementado durante veinte años seguidos sus ingresos. En Europa, me sorprendería encontrar tan siquiera diez. Incluso las compañías *blue chips* europeas no tienen registro de los beneficios sostenidos que son habituales aquí.

La información sobre las compañías extranjeras es incompleta y a menudo engañosa. Tan sólo en Reino Unido hay cierta semblanza de la cuidada cobertura que las compañías reciben en Wall Street. En el continente, analista de valores es una oscura profesión. En Suecia apenas hay analistas a la vista. El único que pude encontrar no había visitado nunca Volvo, una compañía con la influencia de General Motors o IBM.

Las estimaciones de beneficios pueden ser bastante imaginativas. Regañamos a los analistas en Estados Unidos por equivocarse gran parte del tiempo, pero comparado con los analistas europeos, son casi infalibles. En Francia, leí el optimista informe de un analista de un conglomerado llamado Matra. Lleno de alegres expectativas, visité la compañía. Allí, un portavoz revisó las perspectivas de cada división. Las noticias eran principalmente malas: ruinoso competencia en cada una de las divisiones, una inesperada provisión en otra, una huelga en una tercera, etc. «Esto no suena como la misma compañía de la que he estado leyendo, que va a doblar sus beneficios este año», señalé. Se quedó mirándome fijamente.

Si haces tu propio análisis en Europa, puedes convertir la pésima cobertura de análisis en una ventaja, por ejemplo descubriendo que Volvo cotizaba al mismo precio que su posición de tesorería. Por eso fui capaz de hacerlo tan bien con acciones extranjeras en Magellan. En Estados Unidos, lo

que hace difícil la selección de acciones es que 1.000 personas más listas que tú están estudiando las mismas acciones que tú. No sucede así en Francia o Suiza o Suecia. Todas las personas inteligentes están estudiando a Virgilio y a Nietzsche, en lugar de a Volvo y a Nestlé.

¿Y qué hay de los japoneses, esos campeones del capitalismo y largas horas en la oficina, dueños del Rockefeller Center y de Columbia Pictures, y próximamente dueños de los Seattle Mariners y quizá del monumento de Washington después? Si me hubieras acompañado en uno de mis viajes de análisis a Japón, te habrías dado cuenta de que toda esta superioridad japonesa es una trampa desde el principio.

Japón es el país más rico del universo en donde las personas tienen dificultades para llegar a fin de mes. Los japoneses nos admiran a los americanos por nuestros espacios, nuestros precios bajos, y nuestras casas de fin de semana. Una manzana cuesta 5 dólares, y cenar cuesta 100 dólares, y no es del todo una cena. Se atestan ellos mismo en vagones de metro, y después de una hora y media todavía no han dejado el centro de Tokio, que es más grande que Rhode Island. Por el camino, sueñan con ir a Hawái, en donde pueden recibir algo por su dinero, pero deben de quedarse en Japón y dedicarse a pagar la hipoteca de su conejera de 1 millón de dólares y de 90 metros cuadrados; si venden la conejera, se tendrían que mover a otra conejera de 1 millón de dólares, o entonces alquilar un apartamento de 15.000 dólares al mes.

El dilema japonés me recuerda a la historia sobre el hombre que presumía de haber tenido un perro de 1 millón de dólares, y le preguntas cómo sabía que era un perro de 1 millón y dice que porque lo intercambió por dos gatos de 500.000 dólares. Quizá los japoneses tengan algunos gatos de 500.000 dólares para acompañar la membresía de 500.000 dólares del club de golf, y hasta hace poco podían haberlos intercambiado por unas cuantas acciones de 100.000 dólares.

El eslogan publicitario «Cuando E. F. Hutton habla, la gente escucha», habría sido un eufemismo en Japón. Allí el eslogan habría sido «Cuando Nomura Securities ordena, la gente obedece». La gente se fiaba totalmente de los brókers, y su consejo era tomado como un dogma. Los japoneses hacían cola para comprar gatos de 500.000 dólares.

El resultado fue un maravilloso mercado de acciones con ratios PER de 50, 100, 200, que estaban tan alejados de niveles racionales que los espectadores empezaron a teorizar que los altos ratios PER japoneses eran algo cultural. De hecho, los inversores americanos mostraron ese mismo rasgo cultural a finales de los sesenta, cuando nuestro mercado estaba tan sobrevalorado que llevó veintidós años, hasta 1991, para que el índice Dow Jones, ajustado por inflación, alcanzase el nivel máximo logrado en 1967.

El mercado japonés ha sufrido tejemanejes entre bastidores hasta un grado desconocido en Wall Street desde los años veinte. Grandes inversores en Japón tenían una garantía de devolución de sus compañías de corretaje, cuando perdían dinero. Si tan sólo Merrill Lynch y Smith Barney fueran tan serviciales, algo de confianza podría volver a *nuestras* acciones.

Tuve un indicio de que Japón era un mercado tramposo en mi primera visita, en 1986. El viaje fue organizado a través de la oficina de Fidelity en Tokio, que empleaba a 80 personas. En su libro *The Money Game*, Adam Smith escribió un capítulo sobre el fundador de Fidelity, el laborioso señor Johnson. Desde que fuese publicado en japonés, Fidelity ha sido famoso en Japón.

Sin embargo, me llevó muchas cartas y llamadas telefónicas antes de que una serie de reuniones pudiesen ser organizadas entre algunas compañías japonesas y yo. Recibí los informes anuales por adelantado y los hice traducir al inglés, y escribí mis preguntas. Usé la misma técnica que uso en casa, calentando con las amables bromas primero, y luego acribillando con mis preguntas con datos para demostrar que me había preocupado lo suficiente como para hacer mis deberes.

Las compañías japonesas son muy formales y sus reuniones muy ceremoniosas por naturaleza, con mucho vertido de café de por medio. En una compañía, formulé una pregunta acerca del gasto del capital, que me llevó unos 15 segundos en inglés, pero el traductor tardó cinco minutos en traducirla al experto japonés, que tardó nuevamente otros siete minutos en contestar en japonés, y lo que finalmente vino a mí en inglés fue «Ciento cinco millones de yenes». ¡El japonés es un lenguaje muy florido!

En una entrevista posterior con uno de los brókers más conocidos del país, tuve un indicio del grado en el que el precio de las acciones japonesas está controlado. Estaba describiendo su acción favorita —no recuerdo cuál era el nombre— y no paraba de referirse a una cifra, algo como 100.000 yenes. No sabía si estaba hablando de ventas, beneficios o qué, así que pregunté para clarificarlo. Resultó que estaba eligiendo el precio de la acción a 12 meses vista. Un año después, lo revisé y era exactamente cierto.

Japón era una pesadilla para un analista fundamental. Vi ejemplo tras ejemplo de compañías con malos balances y beneficios irregulares, y acciones sobrevaloradas con descabellados ratios PER, incluyendo la compañía que hizo la mayor oferta pública de la historia: Nippon Telephone.

Cuando se privatiza una compañía telefónica, normalmente no puedo esperar a comprarla (véase el capítulo 17), pero Sushi Bell fue la excepción. Ésta no era una compañía de rápido crecimiento en un país subdesarrollado con apetito por un teléfono. Ésta era una compañía de suministros japonesa regulada en su fase de madurez, algo así como la antigua Ma Bell antes de su división, que se podía esperar que creciera un 6 o 7 por ciento anual pero no a tasas de doble dígito.

La oferta inicial fue vendida en 1987 a un precio de 1,1 millones de yenes por acción. En aquel entonces, pensé que se trataba de un precio loco, y en el mercado secundario el precio casi se triplicó. En este punto, Nippon Telephone se estaba vendiendo por cerca de 3.000 veces los beneficios. Tenía un valor de mercado de 350.000 millones de dólares, más que todo el mercado bursátil alemán y más que las 100 compañías más grandes de nuestro Fortune 500.

En este trato, no solamente el emperador no tenía ropa, sino que además la gente perdía sus camisas. Tras la Gran Corrección, el gobierno japonés fue capaz de endosar más acciones sobrevaloradas de Nippon al público general vía dos ofertas adicionales: una por 2,55 millones de yenes por acción y la siguiente por 1,9 millones de yenes por acción. Ha ido en picado desde entonces. Al momento de escribir esto, una acción de Nippon se vende por 575.000 yenes, un descuento del 85 por ciento de su precio descontado de 1987. Para que los inversores de Wall Street pierdan una cantidad similar, la lista entera de compañías del Fortune 100 tendría que desaparecer.

Incluso a 575.000 yenes por acción, el valor de mercado de Nippon excedía el de Philip Morris, la compañía más grande de Estados Unidos con treinta años consecutivos de incremento de beneficios. Después de todas sus pérdidas, Nippon sigue sobrevalorada a 50 veces beneficios.

Los inversores japoneses, escuchamos, prestaron poca atención a los beneficios y focalizaron su atención en los flujos de caja, quizá debido a una escasez de los primeros. Las compañías que se gastan dinero como los marineros borrachos, especialmente en adquisiciones y en inmuebles, se quedan con una dotación para amortización enorme y mucha deuda que pagar, lo que les da un perfil de altos flujos de caja y bajos beneficios.

Los estudiosos del mercado japonés te dirán que el cariño japonés por los flujos de caja es otra característica cultural pero no hay nada cultural con la tinta roja. La tinta roja es el problema al que se enfrentan los bancos japoneses que prestan el dinero a todos los compradores de perros de 1 millón de dólares y gatos de 500.000 dólares.

La especulación tiene un rol mucho más importante en la economía japonesa de la que lo tiene en la americana. Merrill Lynch en sus mejores años no apareció nunca entre las 100 compañías americanas más grandes en el Fortune 500, pero llegado un punto, 5 de las 25 compañías más grandes en Japón eran firmas de intermediación, y otras 5 hasta 10 eran bancos.

Los bancos americanos son criticados por hacer préstamos estúpidos a los Reichmanns y los Trumps, pero hasta el más tonto de los préstamos inmobiliarios estaba respaldado por algún tipo de colateral. Los bancos japoneses estaban otorgando préstamos del ciento por ciento sin ningún colateral para edificios de oficinas donde en el escenario más optimista los alquileres apenas cubrirían los gastos.

Hasta la reciente venta masiva, las únicas gangas de acciones japonesas eran pequeñas compañías, que en mi opinión son la clave para el futuro de crecimiento y prosperidad japonés, al igual que lo son en Estados Unidos. Las pequeñas compañías japonesas estaban siendo ignoradas en las fases iniciales del furor bursátil, y concentré mis compras ahí. Cuando estas acciones alcanzaron los mismos precios locos que el resto, me salí. Teniendo todo en consideración, prefiero tener inversiones en un fondo de inversión de sólidas compañías de crecimiento emergente en la buena y antigua Estados Unidos.

Para resumir nuestra discusión sobre estrategias de fondos de inversión:

- Pon tanto dinero como puedas en fondos de acciones. Incluso si necesitas ingresos, estarás mejor a largo plazo teniendo acciones que reparten dividendos y teniendo ocasionalmente que coger algo de capital como sustituto de ingresos.
- Si tienes que tener bonos gubernamentales, cómpralos directamente del Tesoro y evita los fondos de bonos, en donde estás pagando comisiones de gestión para nada.
- Conoce qué tipo de fondos de acciones tienes. Cuando evalúes el rendimiento, compara manzanas con manzanas, por ejemplo, fondos valor con fondos valor. No culpes al gestor de un fondo de oro por no lograr batir un fondo de acciones de crecimiento.
- Es mejor dividir tu dinero entre tres o cuatro tipos de fondos de acciones (crecimiento, valor, crecimiento emergente, etc.) para tener así siempre algo de dinero invertido en los sectores más rentables del mercado.
- Cuando añadas capital a tu cartera, ponlo en el fondo que esté invertido en el sector que se haya quedado rezagado del mercado varios años.
- Intentar elegir al fondo ganador del mañana en función del rendimiento del pasado es una difícil, si no inútil, tarea. Concéntrate en los de rentabilidades consistentes y pégate a ellos. Cambiar constantemente tu dinero de un fondo a otro es un hábito tan caro que es dañino para tu patrimonio neto.

## Gestionando Magellan

### Los primeros años

Recientemente limpié de «red herrings» («pistas falsas» es el nombre para los folletos en Wall Street) mi escritorio, saqué los libros llenos de hojas sueltas de informes de Magellan a los accionistas de lo alto de una sucia estantería, e intenté ponerle algo de sentido a 13 años gestionando el fondo. Me ayudaron en este esfuerzo los genios informáticos Guy Cerundolo, Phil Thayer, y especialmente Jacques Perold, que realizaron listados de mis mayores ganancias y pérdidas. Esta lista es más instructiva de lo que pensé que sería, incluso yo estoy sorprendido por algunos de los resultados. La teoría popular de que las pequeñas compañías de crecimiento fueron el factor principal en el éxito de Magellan se alejaba mucho de la realidad.

Ofrecí esta revisión con la esperanza de que tendría alguna ventaja práctica para otros gestores de fondos y también para los inversores amateur que puede que quieran aprender de mis errores, o, si ése no es el caso, para cualquiera que pueda tener curiosidad sobre lo que funcionó para mí o lo que no lo hizo. He dividido el material en tres capítulos: los primeros años, los años intermedios y los últimos años, como hacen los diplomáticos que escriben sus memorias, solamente porque es una forma conveniente de organizar las cosas y no porque haya nada pretencioso en la vida de un selector de fondos, cosa que era y sigo siendo.

Fidelity no es una compañía cotizada. Si lo hubiera sido, me gustaría pensar que habría sido lo suficientemente sensato como para recomendar que la gente comprara acciones de ella, habiendo visto de primera mano cada día

la entrada de dinero, el lanzamiento de los nuevos fondos, y demás efectos de la brillante gestión, primero del señor Johnson y después de su hijo Ned.

El fondo Magellan no empezó conmigo. Ned Johnson lo lanzó en 1963 como el Fidelity International Fund, pero un impuesto en las inversiones extranjeras, promovido por el entonces presidente Kennedy, forzó a los gestores de fondos internacionales a vender sus acciones extranjeras y comprar acciones domésticas. Durante dos años, el fondo internacional era en realidad un fondo doméstico disfrazado, hasta que se convirtió en Magellan el 31 de marzo de 1965. La posición más importante de Magellan en aquel entonces era Chrysler, que volvió del borde de la bancarrota veinte años más tarde para convertirse en mi posición más grande, demostrando que nunca se puede tirar la toalla con ciertas compañías.

Cuando se lanzó Magellan, yo era un estudiante en el Boston College, que hacía de caddie en partidos de golf los fines de semana. Esto fue durante el gran auge de los fondos, cuando todo el mundo quería comprarlos. La obsesión por los fondos alcanzó incluso a mi propia madre, una viuda con recursos limitados. Una profesora del colegio que estaba pluriempleada como comercial de fondos a tiempo parcial la convenció de comprar Fidelity Capital. Le gustaba el hecho de que un «tipo chino» lo estuviera gestionando, porque ella creía en la brillante mente oriental. El tipo chino era Gerry Tsai; él, junto con Ned Johnson en Fidelity Trend, eran gestores de fondos sui generis en aquella época.

Mi madre nunca habría sabido que un tipo chino estaba gestionando el fondo Fidelity Capital si la comercial no se lo hubiera dicho. Una flotilla de comerciales viajaba por las áreas rurales, muchos de los cuales a tiempo parcial, haciendo llamadas a domicilio junto con la aspiradora, el seguro, la sepultura y el vendedor de enciclopedias. Mi madre aceptó una propuesta en la que ella invertiría 200 dólares cada mes, para siempre, para asegurarnos un futuro prometedor. Éste era dinero que ella no tenía, pero Fidelity Capital superó al S&P, triplicándose en los cincuenta y doblando nuevamente durante los seis primeros años de los sesenta.

La bolsa es un negocio voluble, aunque sea difícil de creer eso hoy en día, después de tantos años de excitantes ganancias. Las correcciones severas conducen a largos períodos en donde nada sucede, Wall Street es rechazado



por los editores de revistas, nadie fanfarronea de acciones en las fiestas, y la paciencia de los inversores es puesta profundamente a prueba. Los selectores de acciones dedicados comienzan a sentirse como turistas solitarios en resorts fuera de temporada.

Cuando me contrataron como analista en Fidelity, el mercado estaba justo entrando en uno de esos momentos de desánimo. Los precios de las acciones habían hecho pico y estaban camino del colapso de 1972-1974, el peor desde el colapso de 1929-1932 que precedió a la Depresión. De pronto, nadie quería comprar fondos de inversión. No había ningún tipo de interés. El negocio estaba tan mal que la flotilla de comerciales se vio obligada a disolverse. Los comerciales volvieron a vender aspiradoras o cera para automóviles o lo que sea que vendieran antes de que los fondos se pusieran de moda.

A medida que la gente se fugaba de los fondos de acciones, ponían el dinero en fondos monetarios y en fondos de bonos. Fidelity hacía el suficiente beneficio en este tipo de fondos como para mantener algunos de los fondos de acciones impopulares todavía vivos. Estos supervivientes tenían que competir por los pocos clientes que estaban interesados en las acciones, una especie en peligro de extinción que se estaba desvaneciendo a un paso veloz.

Había poco que distinguir entre un fondo de acciones y otro. La mayoría de ellos eran llamados «fondos de apreciación de capital», un término vago que le daba a los gestores la flexibilidad para comprar cíclicas, compañías de suministros, compañías de crecimiento, situaciones especiales, lo que fuera. Aunque la combinación de acciones difiriese de un fondo de apreciación de capital a otro, para el comprador de fondos todos parecían el mismo producto.

En 1966, Fidelity Magellan era un fondo de 20 millones de dólares, pero la salida constante de dinero de los reembolsos de los clientes lo redujeron a un fondo de 6 millones en 1976. Es difícil pagar la factura eléctrica, mucho menos los salarios, de un fondo de 6 millones cuando la comisión de gestión de 0,6 por ciento genera 36.000 dólares de gastos operativos anuales.

Así, en 1976, en un esfuerzo para economizar las duplicaciones, Fidelity fusionó el fondo Magellan de 6 millones de dólares con otra víctima de la falta de interés de los inversores, el fondo Essex de 12 millones. En un momento dado, Essex había sido un fondo de 100 millones, pero lo había hecho tan mal en las caídas de mercado que había generado una pérdida fiscal por

amortización de 50 millones de dólares. Éste era su mayor atractivo. Los gestores y el consejo de Fidelity pensaron que el fondo Magellan, que había sido gestionado de forma capaz por Dick Haberman desde 1972, y desde 1969 hasta 1972 por Haberman y Ned Johnson, podría tomar ventaja de las pérdidas fiscales del fondo Essex. La entidad combinada no tenía que pagar ningún impuesto durante los primeros 50 millones de dólares de ganancias de capital.

Ésta fue la situación que heredé en 1977 cuando fui nombrado gestor del fondo: dos fondos fusionados en uno, 18 millones de dólares en activos, la pérdida fiscal por amortización de 50 millones de dólares, un mercado bursátil terrible, un pequeño y menguante número de clientes temerosos, y ninguna forma de atraer a nuevos porque Fidelity había cerrado Magellan a los compradores.

No fue hasta cuatro años después, en 1981, que Magellan fue reabierto y la gente pudo comprar participaciones de nuevo. Este largo cierre ha sido ampliamente malinterpretado en los medios. La visión popular es que Fidelity había ideado una brillante estrategia de esperar a que sus fondos reunieran un récord de rentabilidad decente antes de sacarlos al mercado, para estimular las ventas. Magellan es identificado a menudo como uno de los múltiples fondos llamados incubadoras a los que otorgaron un período de prueba extendido.

La verdad es mucho menos favorecedora. Fidelity habría estado encantada de atraer a más partícipes todo el trayecto. Lo que nos lo impedía era la falta de sujetos interesados. El negocio de fondos era tan deprimente que las firmas de corretaje habían disuelto sus departamentos de ventas, así que no había nadie para vender las participaciones a los pocos caprichosos que pudieran estar interesados en comprarlas.

Estoy convencido de que la oscuridad con la que operé durante los primeros cuatro años fue más una bendición que un castigo. Me permitió aprender el oficio y cometer errores sin estar en el punto de mira. Los gestores de fondos y los atletas tienen esto en común: puede que lo hagan mejor a largo plazo si lo hacen poco a poco.

No es posible que un analista que está familiarizado con quizá el 25 por ciento de las compañías del mercado (en mi caso, sobre todo textiles, metales y químicas) pueda sentirse suficientemente preparado para gestionar un fondo

de apreciación de capital, en donde puede comprar cualquier cosa. Haber sido director de análisis en Fidelity entre 1974 y 1977 y haber servido en el comité de inversión me dio cierta familiaridad con otras industrias. En 1975, había comenzado a ayudar a una organización benéfica de Boston a gestionar su cartera. Ésta fue mi primera experiencia directa con un fondo.

Mis diarios de visitas a compañías, que he conservado tan religiosamente como Casanova guardó sus cuadernos de citas, me recordó que el 12 de octubre de 1977 visité General Cinema, que no debió de impresionarme porque la acción no aparece en mi lista de compras. Cotizaba por menos de 1 dólar entonces y cotiza ahora por más de 30, imagine perderse esta compañía que multiplica por 30 nada más empezar. (Esta cifra de 30 dólares ha sido ajustada por las divisiones de acciones. Hemos hecho lo mismo con los precios de acciones a lo largo del libro. Por tanto, los precios que vean aquí puede que no correspondan con los que vean en la sección financiera, pero las ganancias y pérdidas descritas en este texto son totalmente correctas.)

Mis diarios están llenos de oportunidades perdidas de este tipo, pero el mercado bursátil es misericordioso, siempre le da al papanatas una segunda oportunidad.

Durante mis primeros meses, estaba preocupado con deshacerme de las acciones favoritas de mi predecesor y reemplazarlas con mis propias selecciones, y con constantes ventas de acciones para tener capital para cubrir los interminables reembolsos. A finales de diciembre de 1977, mi mayor posición era Congoleum (51.000 acciones con un impresionante valor de 833.000 dólares, ésta sería una posición insignificante diez años después), Transamerica, Union Oil y Aetna Life and Casualty. También descubrí Hanes (gracias a mi mujer, Carolyn, que estaba como loca con sus L'eggs), Taco Bell («¿Qué es eso, la compañía telefónica mexicana?», preguntó Charlie Maxfield, mi primer operador, cuando puse la orden de compra), y Fannie Mae, de la que compré 30.000 acciones.

Congoleum me gustaba porque había inventado un nuevo suelo de vinilo sin soldaduras que podía ser desplegado sobre una cocina entera como si fuera una alfombra. Además de hacer suelos, esta compañía también estaba construyendo fragatas de combate para el departamento de Defensa con las mismas técnicas modulares que se usaban para construir casas prefabricadas.

Se decía que la fragata prefabricada de Congoleum tenía un prometedor futuro. Taco Bell me gustaba por sus sabrosos tacos, porque el 90 por ciento del país no había sido expuesto a los deliciosos tacos y porque la compañía tenía una buena trayectoria, un balance saneado y unas oficinas centrales que parecían el garaje de un vecino. Esto me lleva al Principio de Peter número 7:

**La extravagancia de cualquier oficina corporativa es directamente proporcional a las reticencias de los directivos a remunerar a los accionistas.**

Al margen de ser compañías cotizadas, mis selecciones originales (Congoleum, Kaiser Steel, Mission Insurance, La Quinta Motor Inns, Twentieth Century-Fox, Taco Bell, Hanes, etc.) parecían no tener nada en común. Desde el principio, me atrajo una desconcertante variedad, siendo la más notable ausencia el sector químico que había analizado con tanta profundidad como analista.

El informe anual de Magellan del 31 de marzo de 1978 salió a los diez meses de mi llegada. La portada está ilustrada con un detallado y antiguo mapa de la costa de Sudamérica, enseñando los nombres de varias bahías y ríos. Tres encantadores pequeños galeones, presumiblemente los de Magallanes, estaban dibujados en los márgenes, navegando felizmente hacia el Cabo de Hornos. En años posteriores, a medida que el fondo se hacía más grande y más complicado, las ilustraciones se hicieron más sencillas. Pronto, los nombres españoles fueron erosionados de las bahías y los ríos, y la flotilla fue reducida de tres barcos a dos.

El informe de aquel marzo de 1978 me hace recordar que el fondo había subido un 20 por ciento en los 12 meses anteriores, mientras que el índice Dow Jones perdió un 17,6 por ciento y el S&P 500 perdió un 9,4 por ciento en el mismo período. Parte de este éxito ha tenido que resultar de mi contribución como novato. En mis cartas a accionistas, en las que siempre estoy obligado a intentar explicar lo inexplicable, describía mi estrategia de la siguiente manera: «Reduje las posiciones en coches, aeroespacial, ferrocarriles, polución, suministros, químicas, electrónica y energía; añadí posiciones en instituciones financieras, empresas de difusión, entretenimiento, aseguradoras,

banca y finanzas, productos de consumo, alojamiento y arrendamiento». ¡Todo esto durante un período de 10 meses sobre una cartera de 20 millones de dólares con menos de 50 valores!

Lo cierto es que nunca tuve una estrategia general. Mi selección de valores era totalmente empírica, iba olisqueando de un caso a otro como un sabueso que está entrenado en seguir un olor. Me preocupaba mucho más por los detalles de una historia concreta —por ejemplo, por qué una compañía que tenía estaciones de televisión iba a ganar más dinero este año que el pasado— que sobre si mi fondo estaba infraponderado o sobreponderado en empresas de difusión. Lo que podía pasar era que yo me reuniera con un radiodifusor que me diría que su negocio estaba mejorando y luego él me daría el nombre de su mayor competidor, y yo comprobaría los detalles y a menudo acabaría comprando la acción del segundo radiodifusor. Seguía el olfato en cada dirección, demostrando que un poco de conocimiento de muchas industrias no es necesariamente una cosa peligrosa.

Dado que Magellan era un fondo de apreciación de capital, estaba autorizado a comprar cualquier cosa, acciones domésticas de todo tipo, acciones extranjeras, incluso bonos. Esto me daba la libertad de explotar por completo mi estilo de sabueso. No estaba limitado de la forma en la que un gestor de un fondo de crecimiento lo está. Cuando todo el sector de crecimiento estaba sobrevalorado, cosa que sucedía cada pocos años, el gestor del fondo de crecimiento estaba forzado a comprar el inventario sobrevalorado, de otra forma él no tenía un fondo de crecimiento. Tenía que elegir lo mejor de un grupo terrible. Yo era libre de deambular y aprender que los beneficios de Alcoa estaban a punto de rebotar porque el precio del aluminio estaba subiendo.

En enero de 1978, le dijimos a los accionistas que «la cartera está dominada por tres categorías de compañías: situaciones especiales, cíclicas infravaloradas y compañías de crecimiento de pequeña y mediana capitalización». Por si esto no cubría todo el espectro, ampliamos la definición un año más tarde como sigue:

El objetivo del fondo Magellan es la apreciación de capital a través de la inversión en acciones ordinarias relativamente atractivas principalmente en cinco categorías: compañías de crecimiento de pequeña y mediana capitalización, compañías cuyas

perspectivas están mejorando, cíclicas deprimidas, pagadoras de altos dividendos y con altos rendimientos, y finalmente, compañías donde el mercado ha pasado por alto o infraestimado el valor real de los activos de una compañía... en algún punto en el futuro, las acciones extranjeras podrían representar una porción sustancial del fondo.

En otras palabras, si se vende en un mercado bursátil, lo compraremos.

La flexibilidad fue la clave. Siempre había compañías infravaloradas por encontrar en algún lugar. Dos de mis mayores ganadoras en esta fase inicial fueron grandes petroleras: Unocal y Royal Dutch. Esperarías que un fondo de 20 millones de dólares ignorase las grandes petroleras y se concentrase en acciones más pequeñas con mejores tasas de crecimiento pero aprendí que Royal Dutch se estaba dando la vuelta y Wall Street aparentemente no se había percatado de ello, así que compré Royal Dutch. En algún momento cuando Magellan todavía era un fondo pequeño, puse el 15 por ciento de los activos en compañías de suministros. Tenía Boeing y Todd Shipyards justo al lado de Pic’N’Save y Service Corporation International, el McDonald’s de las funerarias. Dudo que nunca estuviera invertido en más de un 50 por ciento en compañías de crecimiento a las que Magellan se le suele atribuir su éxito.

En vez de estar constantemente a la defensiva, comprando acciones y luego pensando en nuevas excusas por mantenerlas si no iban bien (una gran cantidad de energía en Wall Street todavía se dedica al arte de las excusas reconfortantes), intenté estar a la ofensiva, buscando mejores oportunidades en compañías que estaban más infravaloradas que las que yo había elegido. En 1979, un buen año para las acciones en general, Magellan subió un 51 por ciento mientras que el S&P subió un 18,44 por ciento. En el informe anual a los accionistas, una vez más me enfrenté al desafío de explicar mi estrategia, como si hubiera tenido una desde el principio. «Aumento de posiciones en alojamiento, restaurantes y consumo minorista» era lo mejor que podía hacer.

Me sentía atraído hacia los restaurantes de comida rápida porque eran muy sencillos de entender. Una cadena de restaurantes que tiene éxito en una región tenía excelentes posibilidades de duplicar su éxito en otra. Había visto como Taco Bell había abierto muchos establecimientos en California y, después de posicionarse allí, se había movido al este, creciendo sus beneficios a un 20 y 30 por ciento al año en el proceso. Compré Cracker Barrel y luego visité la tienda principal de Cracker Barrel sita en Macon,

Georgia. Volé hasta Atlanta para asistir a una conferencia de inversión patrocinada por Robinson-Humphrey y decidí hacer una excursión adicional al restaurante. En el mapa del coche de alquiler, Macon aparecía unos kilómetros cerca del hotel del centro de Atlanta.

Unos pocos kilómetros se convirtieron en más de 60, y con el tráfico de hora punta mi pequeño viaje me llevó tres horas, pero al terminar tuve una deliciosa cena a base de pescado y volví impresionado con toda la operativa de Cracker Barrel. Esta compañía que multiplicó por 50 lo hizo bien para Magellan, que es por lo que la he incluido en mi lista de las 50 posiciones más importantes de la tabla 6-1.

Hice un poco de análisis presencial más en un supermercado de autoservicio también localizado en la zona de Atlanta. Se llamaba Home Depot. Una vez más, estaba impresionado con el amable servicio, por no mencionar el amplísimo inventario de tornillos, pernos, ladrillos y argamasa, los precios bajos, y el conocimiento de los empleados. Aquí, los pintores y el fontanero de fin de semana podían huir de los precios altos y las pobres existencias de las tiendas locales de pintura y equipamiento.

Esto eran los inicios de Home Depot, con la acción (ajustada a posteriores divisiones de acciones) vendiéndose a 25 centavos, y después de verlo con mis propios ojos compré, pero luego perdí el interés y la vendí un año más tarde. La Gráfica 4-1 me ha causado un eterno remordimiento. Imagina una acción que pasa de 25 centavos a 65 dólares, multiplicando por 260 en 15 años, y yo estaba en el lugar durante su creación y no vi el potencial.

Quizá si Home Depot hubiera comenzado en Nueva Inglaterra, o si hubiese sabido la diferencia entre un destornillador de Phillips y una endrina de gin fizz, no habría juzgado erróneamente esta fantástica compañía. Esto y Toys “R” Us, que también deshice demasiado pronto, fueron las peores órdenes de compra de toda mi carrera.

Incluso con Home Depot, el éxito de Magellan en 1979 fue replicado en 1980, cuando mi pequeño grupo de partícipes disfrutó de una ganancia del 69,9 por ciento mientras que el S&P crecía un 32 por ciento. Mis últimas posiciones más grandes estaban en juegos (Golden Nugget and Resorts

International, para ser exactos), aseguradoras, y comercios minoristas. Me gustaban las tiendas de conveniencia tanto que compré Hop-In Foods, Pic’N’Save, Shop & Go, Stop & Shop y Sunshine Jr., todas de golpe.

#### GRÁFICA 4-1



\$

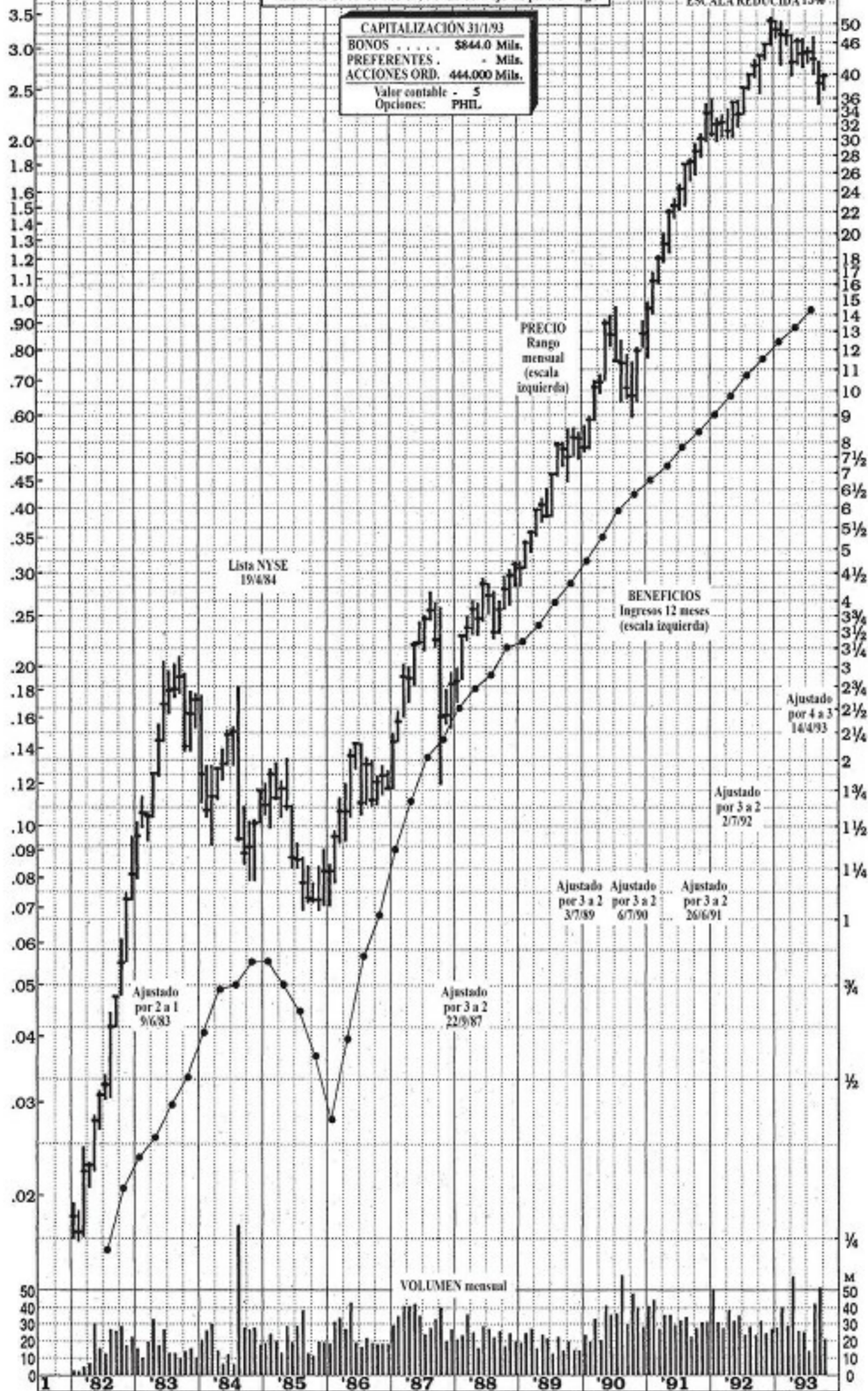
# HOME DEPOT, INC. (HD)

\$

Materiales de construcción, tienda de mejoras para el hogar

ESCALA REDUCIDA 15%

CAPITALIZACIÓN 31/1/93  
 BONOS . . . . \$844.0 Mils.  
 PREFERENTES . . . Mils.  
 ACCIONES ORD. 444.000 Mils.  
 Valor contable - 5  
 Opciones: PHIL.



Revisando esta primera fase de mi gestión, estoy sorprendido de la tasa de rotación del fondo: 343 por ciento el primer año, cuando la cartera tenía 41 valores, y 300 por ciento en cada uno de los siguientes tres años posteriores. Empezando el 2 de agosto de 1977, cuando vendí el 30 por ciento de los activos, mantuve un ritmo vertiginoso de compras y ventas a medida que las compañías de petróleo, las compañías aseguradoras y las acciones de consumo iban y venían mes tras mes.

En septiembre de 1977, compré un par de cíclicas, y en noviembre me estaba deshaciendo de ellas. Fannie Mae y Hanes, ambas añadidas al fondo ese otoño, se habían ido por primavera. Mi mayor posición fue de Congoleum a Signal Companies, y luego al restaurante especializado en carne, Ponderosa. Pier 1 aparece y desaparece, al igual que lo hace una compañía con el misterioso nombre de Four-Phase.

Parece que estaba entrando y saliendo de Four-Phase con cada ciclo lunar. Eventualmente fue adquirida por Motorola (para mayor desgracia posterior de Motorola), así que tuve que dejar de comprarla una y otra vez. Vagamente recuerdo que tuviera algo que ver con terminales informáticos, pero en realidad no podía explicarlo antes ni ahora. Afortunadamente, nunca invertí mucho dinero en cosas que no comprendiese, lo que incluía la mayoría de compañías tecnológicas junto a la Ruta 128 en la zona de Boston.

La mayoría de mis abruptos cambios de dirección no eran provocados por ninguna política de viraje sino por yo haber visitado alguna nueva compañía que me había gustado más que la anterior. Podría haber preferido tener ambas, pero en un fondo pequeño en donde los accionistas continúan haciendo reembolsos, no tenía semejante lujo. De cara a conseguir capital para comprar algo, tenía que vender algo distinto, y dado que siempre quería comprar algo, tenía que hacer muchas ventas. Parecía que cada día oía hablar de un nuevo potencial —Circle K, House of Fabrics, etc.— que era más excitante que el potencial de ayer.

Mis frecuentes transacciones continuaron liderando el desafío anual: hacer que aquello que hubiera hecho pareciera sensato a los accionistas que leían el informe del progreso. «Magellan cambia de las cíclicas que se había apreciado en valor a las no cíclicas que parece que van a tener un repunte de las ventas y beneficios» era mi recapitulación estratégica durante un año,

seguida de «Magellan reduce posiciones en compañías cuyos beneficios podrían verse afectados por la ralentización económica. A pesar de todo, el fondo continúa fuertemente invertido en cíclicas que parecen estar infravaloradas».

A medida que estudio estos informes hoy en día, me doy cuenta de que muchas compañías que mantuve durante algunos meses las debí de tener durante mucho más tiempo. Esto no habría sido lealtad incondicional, habría sido pegarse a las compañías que estaban convirtiéndose en más y más atractivas. La lista de ventas con arrepentimiento incluye Albertson's, una gran compañía de crecimiento que se multiplicó por 300; Toys "R" Us, dicho; Pic'N'Save, ya mencionada; Warner Communications, de la que un analista técnico, de entre todas, fue quien me la mencionó; y Federal Express, una acción que compré a 5 dólares y rápidamente vendí a 10 dólares, sólo para verla subir a 70 dólares en dos años.

Por abandonar estas excelentes compañías por cuestiones menores, me convertí en una víctima de la práctica tan común de «arrancar las flores y regar las semillas», una de mis expresiones favoritas. Warren Buffett, reconocido por su sabiduría inversora además de su habilidad como escritor, me llamó una noche pidiéndome permiso para usarla en su carta anual. Estaba entusiasmado de ser citado ahí. Algunos inversores, cuenta el rumor, poseen una acción de la compañía Berkshire Hathaway de Warren Buffett (éstas cuestan 11.000 dólares cada una)<sup>12</sup> simplemente para conseguir en su correo los informes de Buffett. Esto convierte a Berkshire Hathaway en la revista de suscripción más cara de la historia.

## **Llevando a comer a Union Carbide**

Durante el período en el que Magellan estuvo cerrado para nuevos inversores y los fuertes reembolsos (un tercio de todas las participaciones) me forzaban a vender en vez de a comprar, me familiaricé con una amplia variedad de compañías e industrias y aprendí los factores que provocaban las subidas y bajadas. En aquel momento, no habría adivinado que estaba consiguiendo la formación sobre cómo gestionar un fondo de miles de millones de dólares.

Una de las lecciones más importantes fue el valor de hacer mi propio análisis. Visité docenas de compañías en sus sedes centrales, y fui presentado a muchas docenas más en conferencias de inversión regionales, y un gran número (200 al año aproximadamente a inicios de los ochenta) venía a Fidelity.

Fidelity comenzó una política de llevar a comer a las compañías. Esto reemplazaba el antiguo sistema, bajo el cual comíamos con amigos en la oficina o con operadores bursátiles y hablábamos de nuestros partidos de golf o de los Boston Red Sox. Los operadores bursátiles y los amigos eran muy afables, pero no tan valiosos como los consejeros delegados o la gente de relación con inversores que sabían cómo era el negocio en el sector asegurador o del aluminio.

Las comidas pronto escalaron en desayunos y cenas, hasta que habrías podido comer a través de todo el S&P 500 en los comedores de Fidelity. Cada semana, Natalie Trakas ponía un menú impreso, similar al que los colegios mandan a casa con los niños (espaguetis los lunes, hamburguesa los martes), excepto que el nuestro era un menú de invitados (lunes, AT&T o Home Depot; martes, Aetna, Wells Fargo o Schlumberger, y así sucesivamente). Siempre había varias opciones.

Dado que no era posible que asistiera a todas las comidas informativas, me propuse asistir a las compañías en las que no había invertido, simplemente para ver qué me había estado perdiendo. Si estaba infraponderado en petróleo, por ejemplo, me aseguraba aparecer en la comida con la compañía petrolífera, y estas conversaciones a menudo me llevaban a tener un gran comienzo en los últimos desarrollos de las industrias cíclicas.

Éste es el tipo de información que siempre está disponible para la gente directa o indirectamente involucrada en el negocio, tanto como productores como oferentes, o en el caso de las compañías de petróleo, como vendedores de petróleo o dueños de gasolineras o proveedores de equipamiento, que pueden ver los cambios y sacar ventaja de ello.

Siendo Boston la capital de la industria de fondos de inversión facilitaba que viéramos cientos de compañías al año sin tener que dejar la ciudad. Sus ejecutivos y su gente de finanzas podían hacer la ronda por Putnam,

Wellington, Massachusetts Financial, State Street Research, Fidelity o numerosas paradas potenciales, buscando compradores para su última oferta pública o para sus acciones en general.

Además de llevar a las compañías a desayunar, comer y/o cenar, los analistas y gestores de fondos eran animados a asistir a charlas por la tarde con fuentes corporativas adicionales en una de las salas de conferencias de Fidelity. A menudo nuestros visitantes se habían invitado a sí mismos para venir y hablar con nosotros, pero nosotros propiciábamos muchos de estos intercambios también.

Cuando una compañía quería contarnos una historia, normalmente era la misma historia que el resto del mundo de Wall Street estaba escuchando, por lo que las charlas tendían a ser más útiles si nosotros enviábamos las invitaciones.

Estaría una hora más o menos con el tipo de Sears y averiguaría más sobre las ventas de alfombras. Un vicepresidente de Shell Oil me haría un resumen de los mercados de petróleo, gas y petroquímica. (Un oportuno viaje de Shell me llevó a vender las acciones de una compañía de etileno que pronto se hundió.) Un emisario de Kemper me diría si las tasas de seguros estaban al alza. En 2 de cada 10 de estos encuentros casuales descubría algo importante.

Mi regla personal era que una vez al mes debería tener al menos una conversación con un representante de cada principal grupo de industrias, por si acaso el negocio estaba empezando a darse la vuelta o había nuevos desarrollos que Wall Street había pasado por alto. Éste era un sistema muy efectivo de alerta temprana.

Siempre terminaba estos debates preguntando: ¿cuál de sus competidores es el que más respeta? Cuando el consejero delegado de una compañía admite que la empresa rival está haciendo un trabajo igual de bueno o mejor, es un gran respaldo. El resultado era que a menudo salía y compraba las acciones del otro tipo.

La información que buscábamos no era esotérica, ni tampoco secreta, y nuestros invitados estaban encantados compartiendo lo que sabían. Descubrí que la inmensa mayoría de los representantes corporativos eran al mismo tiempo objetivos y francos sobre sus fortalezas y debilidades en sus propias operaciones. Cuando el negocio era pésimo, lo admitían, y me decían cuando

ellos creían que se estaba dando la vuelta. Los humanos tendemos a ponernos cínicos y desconfiados de los motivos de otros, especialmente cuando hay dinero de por medio, pero en mis miles de encuentros con personas que querían que invirtiese en sus compañías muy pocas veces me mintieron.

De hecho, puede que haya menos mentirosos en Wall Street que en Main Street. Recuerde, ¡lo escuchó aquí primero! No es que los tipos financieros estén más cerca de los ángeles que los comerciantes al final de la calle, es que son tan ampliamente desconfiados que cada una de sus afirmaciones es revisada por la SEC, así que no se les permite mentir. Las mentiras que sí logran pasar no pueden sobrevivir al próximo informe de resultados trimestrales.

Siempre era cuidadoso escribiendo el nombre de todas las personas con las que nos reuníamos en las comidas y reuniones. Muchas de estas personas se convirtieron en valiosas fuentes que llamé de forma repetida durante los años. En industrias con las que sólo estaba familiarizado vagamente, me enseñaban los fundamentos de qué había que buscar en el balance de situación y qué preguntas hacer.

No sabía nada de aseguradoras hasta que me reuní con ejecutivos de Aetna, Travelers y Connecticut General en Hartford. En unos pocos días me dieron un curso acelerado sobre negocios. Nunca tuve el mismo tipo de ventaja que la que tiene un profesional del seguro, pero aprendí a identificar los factores que hacen aumentar o disminuir los beneficios. Entonces podía formular las preguntas adecuadas.

(He explicado en otros sitios que el profesional del seguro debe aprovecharse de esta ventaja, y no echarla a perder evitando las acciones de aseguradoras y comprando compañías de ferrocarriles o de gestión de residuos, negocios en los que son totalmente ignorantes. Si la ignorancia es un deleite, entonces el deleite puede ser muy caro.)

Hablando de aseguradoras, en marzo de 1980 había puesto el 25,4 por ciento del fondo en aseguradoras de propiedad y accidentes, y tenía tantas de estas compañías caídas en desgracia que la industria me pidió dar un discurso en su conferencia anual como el mejor amigo de las aseguradoras. Las

aseguradoras quizá no me habrían invitado de haber sospechado que un año más tarde estaría fuera de las acciones de aseguradoras por completo y entrando en las acciones de bancos.

Los tipos de interés habían aumentado a niveles récord en 1980, al final de la administración Carter, cuando la Reserva Federal estaba poniendo el freno sobre la economía. Bajo esta atmósfera, las acciones de bancos se estaban vendiendo por debajo de su valor en libros a pesar de las excelentes perspectivas de crecimiento de la industria. No descubrí esto sentándome en mi escritorio e imaginando qué pasaría cuando los tipos de interés disminuyesen. Lo descubrí en una conferencia regional de inversión en Atlanta organizada por Robinson-Humphrey.

De hecho, fue fuera de la conferencia cuando comencé a pensar sobre bancos. Durante un momento de calma en los procedimientos, cansado de las presentaciones de compañías sin ninguna trayectoria ni beneficios, hice un viaje no previsto para visitar First Atlanta. Era una compañía con 12 años de incremento continuado de sus beneficios. Sus beneficios eran mayores que las ventas de muchas compañías que estaban haciendo brillantes presentaciones en el centro de la ciudad. Obviamente, los inversores habían pasado por alto a First Atlanta, que multiplicó por 20 cuando se fusionó con Wachovia de Carolina del Norte cinco años después.

Wall Street estaba entusiasmada con todo tipo de compañías que podían sobrevivir o no, pero bancos sólidos como éste se estaban vendiendo por la mitad del ratio PER del mercado.

Desde el día en que escuché la historia de First Atlanta, he estado impresionado con la calidad de los bancos regionales y perplejo por la falta de apreciación de los inversores sobre ellos. Pasan desapercibidos para las firmas de inversión. Pregúntele a un gestor de fondos que adivine qué compañías produjeron los magníficos resultados mostrados en las Gráficas 4-2, 4-3 y 4-4 y probablemente mencione Wal-Mart, Phillip Morris o Merck. Estas parecen las trayectorias de compañías de rápido crecimiento, ¿quién sospecharía que todos eran bancos? La compañía mostrada en la gráfica 4-2, cuya cotización se multiplicó por 10 en diez años, es Wachovia; la gráfica 4-3 es Norwest of Minneapolis; y la gráfica 4-4 es NBD Bancorp of Detroit.

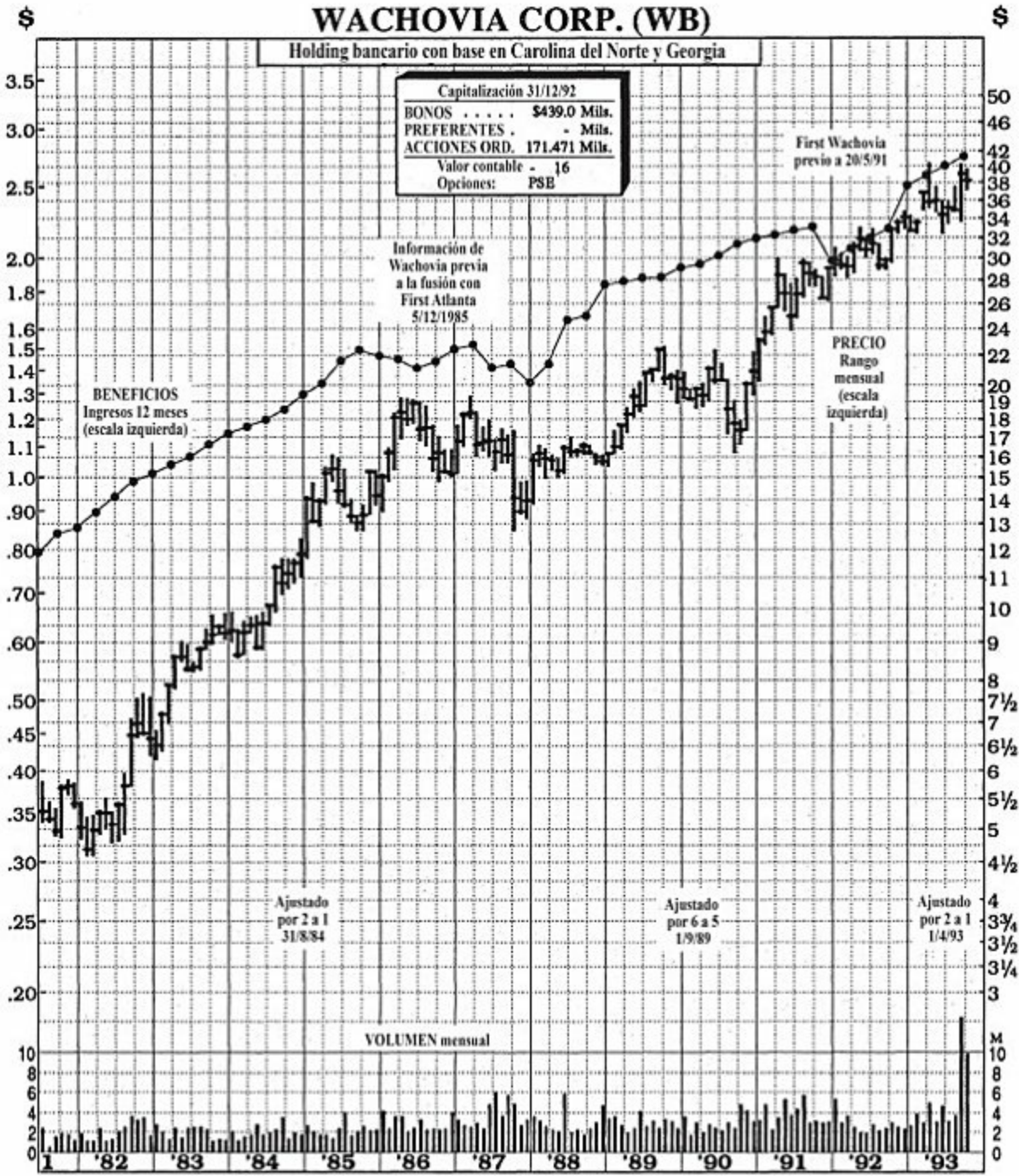
Todavía estoy asombrado por el hecho de que un banco como NBD, que durante años ha estado creciendo al mismo ritmo del 15 por ciento al igual que un Pep Boys o un Dunkin' Donuts o cualquier otra compañía de rápido crecimiento, tiene asignado un múltiplo de ratio PER bajo en el mercado bursátil. Por la forma en la que los inversores tratan a los bancos, pensarías que son compañías de suministros maduras, confabulando juntas.

El precio inadecuado de los bancos regionales crea muchas oportunidades de compra, que es por lo que Magellan de forma consistente tuvo cuatro o cinco veces el peso del mercado del sector bancario. Uno de mis favoritos, uno que pasó de 2 a 80 dólares, era Fifth Third, ¿cómo te podías resistir a un banco con ese nombre? Luego estaba Meridian, cuya sede central no había visitado ningún otro inversor en años; y KeyCorp, que seguía la teoría del «frost belt»<sup>13</sup>, comprando pequeños bancos y cajas de ahorro en zonas de montaña donde la gente solía ser frugal y ahorradora y con menor probabilidad de impagos.

Pero mis mayores ganadores del grupo bancario han sido los regionales, como los tres mostrados en las gráficas 4-2, 4-3 y 4-4. Siempre busco bancos que tengan una sólida base de depósitos local, que sean eficientes y prestamistas comerciales muy cuidadosos. Los 50 valores de bancos más importantes para Magellan se muestran en la tabla 6-2.

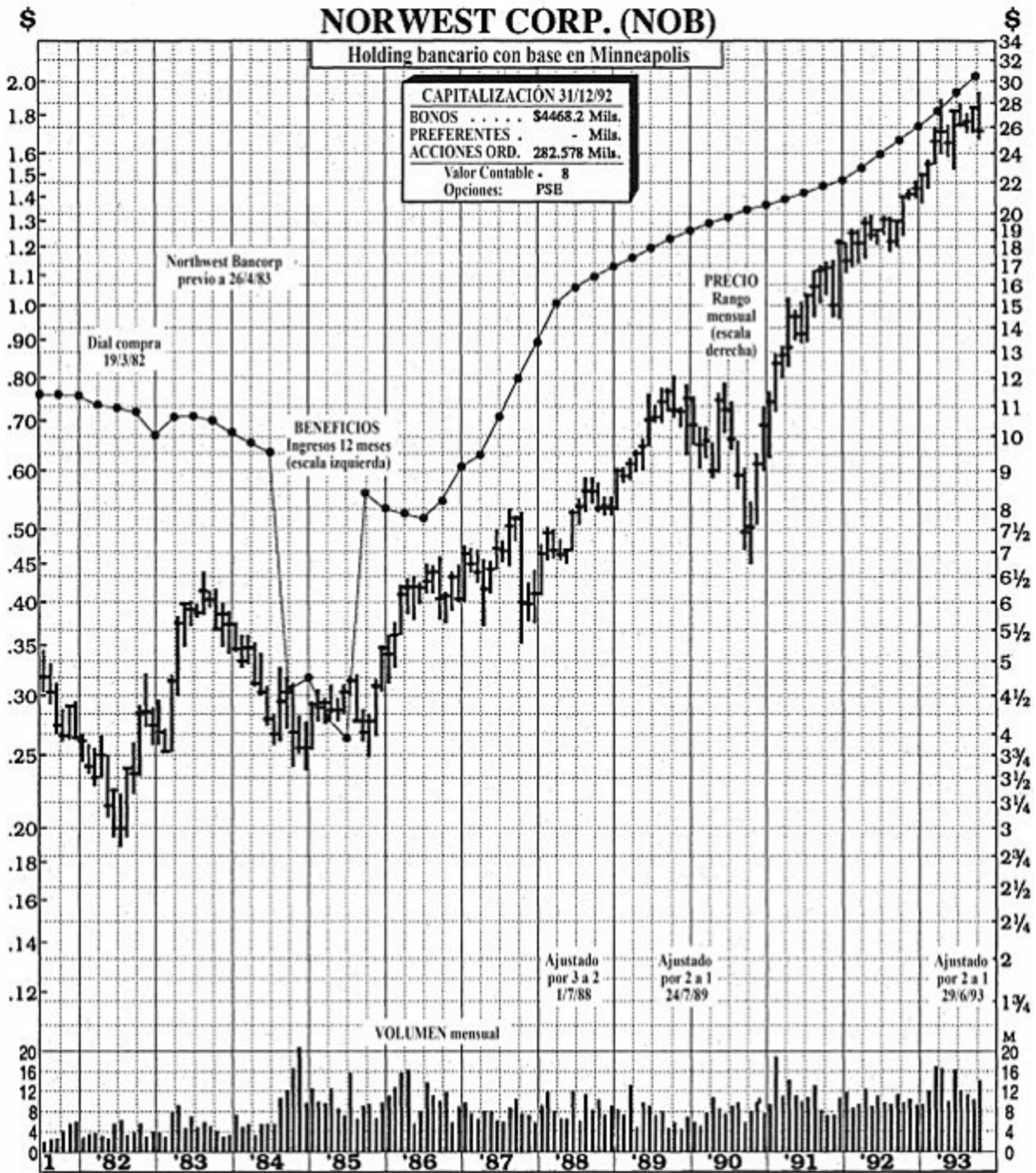
#### GRÁFICA 4-2





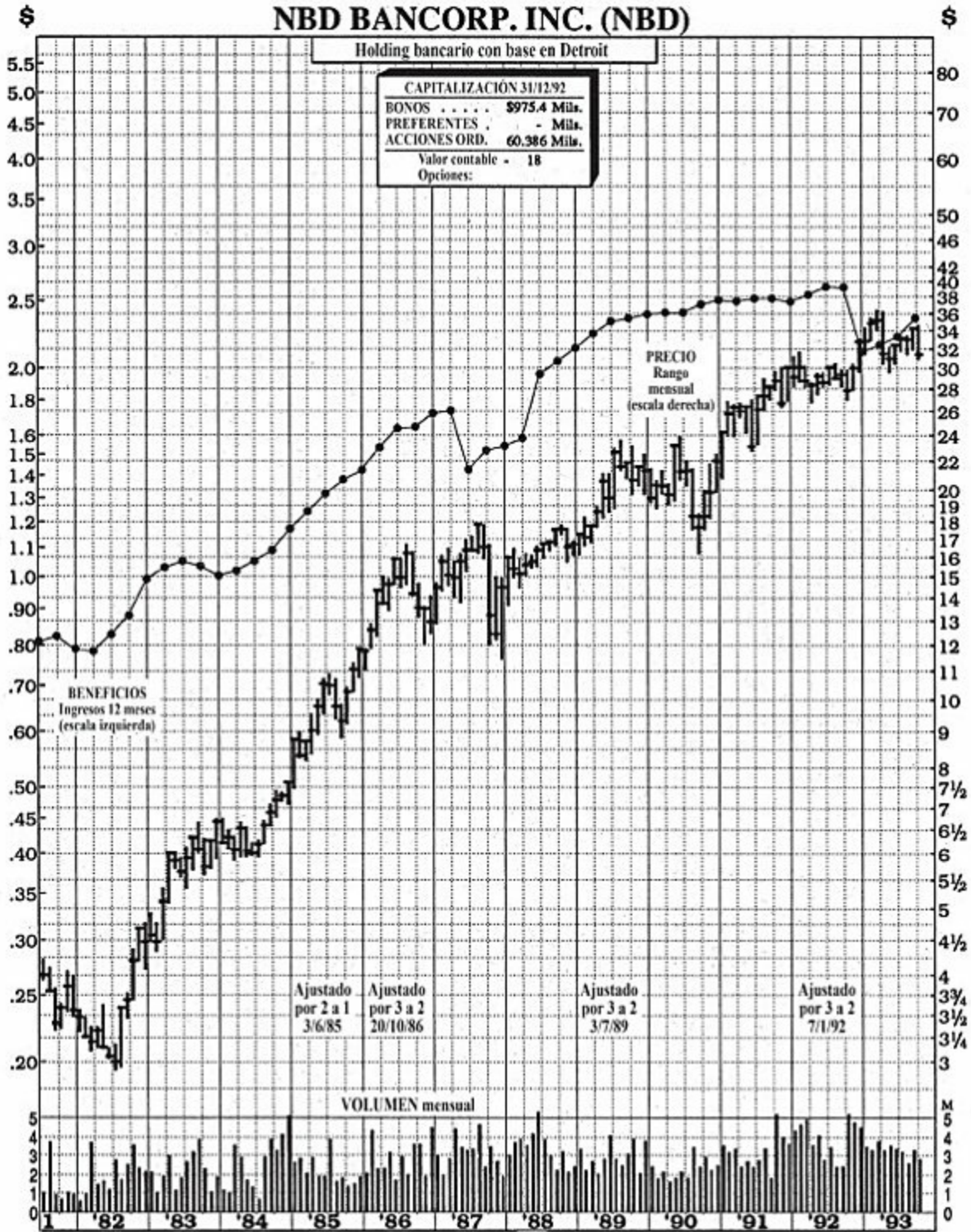
Cortesía de: Securities Research Co.  
A division of Balfour-United Investment Advisers, Inc.  
101 Prescott Street, Wellesley Hills, Ma. 02181-3319

GRÁFICA 4-3



Cortesía de Securities Research Co.  
 A Division of Babson-United Investment Advisors, Inc.  
 101 Prescott Street, Wellesley Hills, Ma. 02152-3519

GRÁFICA 4-4



Cortesía de: Securities Research Co.  
A Division of Babson-United Investment Advisors, Inc.  
101 Prescott Street, Wellesley Hills, Ma. 02181-3319

Un banco llevaba a otro y a finales de 1980 tenía el 9 por ciento del fondo invertido en 12 bancos diferentes.

En el informe anual de marzo de 1981, estaba encantado de comprobar como los inversores de Magellan habían prácticamente doblado su dinero; el valor liquidativo del fondo había subido un 94,7 por ciento desde el marzo anterior, comparado con un 33,2 por ciento para el S&P 500.

Mientras que Magellan había batido al mercado cuatro años consecutivos, el número de partícipes seguía disminuyendo, y un tercio de las participaciones fueron amortizadas en este período. No estoy seguro de porqué sucedió esto, pero mi suposición es que las personas que entraron en Magellan por defecto cuando nos fusionamos con Essex esperaron hasta que se recuperaron de la mayoría de sus pérdidas y luego retiraban el dinero. Es posible perder dinero incluso con un fondo de inversión exitoso, especialmente si tus emociones te dan las señales de compra y venta.

Con los múltiples reembolsos contrarrestando las ganancias de capital, el crecimiento de Magellan se postergó. Lo que debería de haber sido un fondo de 80 millones de dólares, gracias a haberse multiplicado por 4 el valor de la cartera durante cuatro años, era sólo un fondo de 50 millones de dólares. A mediados de los ochenta, Magellan tenía 130 valores, un incremento de las 50-60 que tenía durante los primeros dos años. Un incremento en los reembolsos me obligó a reducirlos de nuevo a 90 valores.

En 1981, Magellan se fusionó con el Fondo Salem, juntando a los puritanos con los exploradores portugueses. Salem era otra de las pequeñas operaciones de Fidelity que no había ido a ningún lado. Solía llamarse el Fondo Dow Theory, y sus pérdidas habían producido otra pérdida fiscal por amortizaciones importante. Warren Casey había hecho un fantástico trabajo gestionando Salem en los dos años posteriores a que la fusión fuese anunciada en 1979, pero el fondo era demasiado pequeño como para ser rentable.

Sólo tras este punto, después de la fusión con Salem, Magellan fue finalmente ofrecido para la venta al público. Que tardara tanto tiempo es un indicador de cómo de impopular se había vuelto invertir en acciones. En vez de volver a los comerciales externos que habían vendido el fondo puerta a puerta hacía una década, Ned Johnson, el consejero delegado de Fidelity, decidió darle el trabajo a la fuerza de ventas propia de Fidelity.

Nuestra primera oferta era que podía comprar Magellan con un recargo o comisión de venta del 2 por ciento. Esto funcionó tan bien que decidimos incrementar la comisión al 3 por ciento para reducir la demanda. Entonces intentamos aumentar la demanda ofreciendo un descuento del 1 por ciento sobre la comisión del 3 por ciento para cualquiera que comprara el fondo en los próximos 60 días.

Esta inteligente estratagema de marketing casi se fue a la ruina cuando publicamos el número de teléfono erróneo en el anuncio a los partícipes. Personas interesadas que creían que estaban llamando al departamento de ventas de Fidelity eran conectadas con la centralita del Hospital de Vista y Oído de Massachusetts. Durante varias semanas, el hospital tuvo que negar ser una gestora de fondos, que probablemente es la peor cosa jamás dicha sobre esto.

Entre los activos existentes, la fusión con Salem y la nueva oferta, Magellan sobrepasó la marca de los 100 millones de dólares por primera vez en 1981. Aquí recibimos la primera oleada de interés por parte del público, ¿y qué pasó? El mercado se derrumbó. Como suele suceder, justo cuando las personas pensaban que era seguro volver a las acciones, las acciones sufrieron una corrección. Pero Magellan logró una ganancia del 16,5 por ciento durante el año a pesar de eso.

No hay duda de que Magellan tuvo un buen comienzo. Mis 10 principales valores en 1978 tenían ratios PER de entre 4 y 6, y en 1979, de entre 3 y 5. Cuando las acciones en buenas compañías se venden a 3-6 veces los beneficios, el selector de acciones prácticamente no puede perder.

Muchas de mis selecciones favoritas en aquellos años eran los llamados valores secundarios, compañías pequeñas o medianas incluyendo las compañías minoristas, los bancos, etc., que ya he descrito. A finales de los setenta, los gestores de fondos y otros expertos me estaban advirtiéndome de que los valores secundarios ya habían tenido su día, y de que era hora de invertir en las grandes *blue chips*. Me alegro de no haber seguido sus consejos. Las grandes *blue chips* no tenían excitantes historias que contar, y eran el doble de caras que las secundarias. Lo pequeño no es sólo bonito, también puede ser lucrativo.

## **Magellan**

Los años intermedios

### **Lejos de un espectáculo de un solo hombre**

Mi día laboral comenzaba a las 6.05 de la mañana, cuando me reunía con Jeff Moore, un amigo de Marblehead que me llevaba en su Saab hasta la ciudad. A su lado en el asiento delantero estaba su mujer, Bobbie. Ambos eran radiólogos.

Todavía estaba oscuro. Mientras Jeff conducía, Bobbie sostenía radiografías ante una pequeña luz en el asiento del pasajero. Yo estaba atrás con otra pequeña luz, examinando informes anuales y libros de gráficos, que afortunadamente para la paciencia de Bobbie nunca se mezclaban con los registros médicos del asiento delantero. No había mucha conversación.

A las 6.45 estaba en mi oficina pero no estaba solo. Fidelity era una institución seria de Nueva Inglaterra, en la que hasta los fines de semana podrías haber montado un partido de baloncesto con los analistas y gestores de fondos que llegaban antes del amanecer. Dudo que nuestros rivales hubiesen podido jugar siquiera un partido solitario doble. Pero no jugábamos al baloncesto, trabajábamos. Ned Johnson adoraba que la gente trabajara tan afanosamente. Su horario habitual era de 9.30 a.m. hasta las 9.30 p.m.

Del desastre de mi escritorio recuperé las sofisticadas herramientas de mi trabajo, la guía gratuita de acciones del S&P disponible para cualquier casa de intermediación, la antigua Rolodex, los cuadernos amarillos vacíos,

los lapiceros y una tosca calculadora Sharp Compet con los botones gigantes que he utilizado durante quince años. Copias desfasadas de guías de S&P se apilaban en mi escritorio. Detrás de éste, en otro puesto, estaba el Quotron.

La primera versión del Quotron requería que teclearas el símbolo de una acción y presionases el botón enter antes de que el precio actual apareciese. De lo contrario, la pantalla estaba en blanco. Las versiones posteriores, que probablemente hayas visto, muestran una cartera completa y los precios de todas las acciones, que son actualizadas automáticamente a medida que la negociación del día avanza. La pantalla en blanco era un mejor sistema porque no podías quedarte mirándola todo el día y ver tus acciones subir o bajar, como muchos gestores de fondos contemporáneos hacen. Cuando recibí la moderna Quotron, la tuve que apagar porque me distraía demasiado.

En las preciadas horas antes de que el mercado abriera y antes de que los teléfonos comenzaran a sonar, revisaba el resumen de las compras y ventas del día anterior, preparado por los empleados de Fidelity. Estas listas nocturnas, como eran conocidas, indicaban lo que los gestores de Fidelity estaban haciendo. Leía el resumen interno de lo que nuestros analistas estaban aprendiendo de sus charlas con las diferentes compañías. Leía *The Wall Street Journal*.

A las 8.00 a.m. más o menos, había escrito una nueva lista de compras y ventas, principalmente elaborada con compañías que había comprado hasta dos días antes, con la intención de construir lentamente una posición razonable a precios decentes. Llamaba a mi operador principal, Barry Lyden, que trabajaba en la sala de operaciones en el piso inferior, para darle las órdenes.

Entre la sala de negociación y mi oficina había un puente que atravesaba una caída de nueve plantas que te daba la sensación de andar por una cuerda que atravesaba un cañón profundo. Fidelity debió de diseñarlo de esa forma para evitar que los gestores de fondos molestasen a los operadores en persona. En mi caso funcionaba.

Al principio, mi operador jefe era mi único operador, pero al final de 1983, cuando Magellan había crecido y las compras y ventas eran más complicadas, se me asignó a una segunda persona, Carlene DeLuca. Lyden hacía las compras y DeLuca hacía las ventas. Ambos eran muy pacientes conmigo y yo intentaba darles margen para hacer su trabajo.

Operar era la menor de mis preocupaciones. En retrospectiva, probablemente dediqué más tiempo en ello de lo que debería, una hora al día en vez de 10 minutos. Era divertido comprar y vender, pero me habría ido mejor dedicando los 50 minutos extra llamando a dos compañías más. Ésta es una de las claves para la inversión exitosa: focalizarse en las compañías, no en las acciones.

Una vez que mi lista de operaciones había sido enviada, regresaba a mi labor principal, estar al día de las compañías. Mis métodos no eran muy diferentes de los de un periodista de investigación, leer los documentos públicos en busca de pistas, hablar con intermediarios como analistas y responsables de relación con inversores para más pistas, y luego ir directamente a la fuente primaria: las propias compañías.

Después de cada contacto que hacía por teléfono o en persona, garabateaba anotaciones en una carpeta de hojas sueltas, el nombre de la compañía y su precio de cotización actual, seguido de una o dos líneas resumiendo la historia que había escuchado. Cada selector de acciones, pienso, se podría beneficiar de semejante cuaderno de historias. Sin uno, es fácil olvidar por qué compraste algo en primer lugar.

A medida que Magellan crecía, también lo hacía mi biblioteca de cuadernos, y el tiempo que tardaba en revisar todas las historias. Reduje las comidas corporativas, tan útiles como habían sido, a favor de una más eficiente práctica de masticar un sándwich entre llamadas de teléfono. Había desarrollado las suficientes fuentes de las primeras comidas así que podía conseguir la mayoría de la información que necesitaba por teléfono.

Fuera de la puerta de mi cubículo, cuatro secretarías, lideradas por la imperturbable Paula Sullivan, estaban ocupadas atendiendo las llamadas. Solían gritar, «Tal y tal en la línea uno», y yo lo cogía. Rara vez alguien se aventuraba en mi oficina por mucho tiempo. Dado que los asientos de las sillas se habían convertido en archivadores extra, no había un lugar adecuado para sentarse, salvo por el suelo.

Si dejaba mi puesto, era o bien para coger otra Coca-Cola Light de la sala del frigorífico o para usar el servicio. Entre el baño más cercano y yo había un pequeño vestíbulo en donde las visitas corporativas y los analistas de visita esperaban a sus reuniones con los diferentes gestores de fondos en



nuestra planta. Normalmente había ahí gente que conocía. Los evitaba yendo por una escalera trasera a un baño más recluso. De lo contrario, habría tenido que desperdiciar tiempo teniendo una conversación superficial o ignorar a estos amigos y conocidos, cosa que no quería hacer.

### **Mis no tan silenciosos socios**

Magellan estaba lejos de ser un espectáculo de un solo hombre. Desde 1981 en adelante, siempre tuve un talentoso asistente o más que hacía lo mismo que yo hacía, llamando a las compañías o a los analistas para mantenerme al día de los acontecimientos. Mi primer asistente, Rich Fentin, sentó el estándar para la calidad. Pasó a gestionar los fondos Fidelity Growth y Fidelity Puritan. Fentin fue seguido de varios otros que aprendieron tanto de mis errores que ellos, también, gestionaron fondos exitosos: Danny Frank en Special Situations, George Noble, que comenzó el fondo Overseas; Bob Stansky que tomó las riendas de Growth; Will Danoff en Contrafund; y Jeff Vinik, que ahora gestiona Magellan. Luego estaban Jeff Barmeyer, ahora fallecido; Deb Wheeler, George Domolky, Kari Firestone y Bettina Doulton, la actual asistente de Vinik.

Estos activos sustitutos me permitían estar en varios sitios a la vez. Demostraron que la mejor forma de sacar provecho de un equipo es darles a las personas total responsabilidad. Por lo general, estarán a la altura.

Fidelity puso esta teoría en práctica haciendo a todos los gestores de fondos responsables de hacer nuestro propio análisis. Este requerimiento era revolucionario, y no siempre popular entre mis compañeros. En la organización tradicional, un gestor de fondos elige acciones basado en el análisis y recomendaciones de los analistas. Esto es muy conveniente para el gestor de fondos, y excelente para la seguridad de su trabajo, puesto que si las acciones no funcionan pueden culpar a los analistas por haberle dado información incorrecta. Es eludir, de la misma manera que lo hace el inversor medio cuando pierde dinero con una recomendación bursátil del tío Harry.

«¿Cómo ha podido ser tan estúpido el tío Harry?» le dice a su mujer después de que ella haya escuchado las malas noticias. Esto es exactamente lo que el gestor de fondos le dice a sus jefes sobre los analistas.

Sabiendo que la culpa se va a transmitir hacia ellos, los analistas pronto aprendieron a protegerse a sí mismos no tomando riesgos. En vez de hacer recomendaciones imaginativas a los gestores de fondos, prefieren compañías aceptables y desgastadas como IBM. Puesto que recomiendan acciones aceptables, no son tan criticados cuando el gestor de fondos tiene un mal trimestre.

En Fidelity, esto no sucedía. Para bien o para mal, los gestores de fondos hacían análisis independientes y eran responsables de sus resultados. Los analistas hacían su propio análisis paralelo y se lo pasaban a los gestores de fondos, que eran libres de tomar o no los consejos de los analistas. Por tanto, había el doble de investigación de lo que habría habido con la división de trabajo habitual.

Cada nuevo fondo de Fidelity requería de un nuevo gestor, que también funcionaría como un recopilador de datos para otros, así que a medida que el número de fondos se incrementaba, también lo hacía la calidad del análisis interno. Los consejos de mis compañeros eran particularmente valiosos para mí porque Magellan era un fondo de apreciación del capital, y por tanto tenía la mayor de las libertades para comprar las acciones que las personas de situaciones especiales, o la persona de compañías pequeñas, o la persona de crecimiento, la de valor, o la de acciones OTC habían recomendado.

Era un apasionado defensor del lanzamiento de nuevos fondos, como el OTC Portfolio, el fondo Overseas, y el fondo Retirement Growth. La mayoría de ellos han resultado ser bastante populares, pero incluso aunque no lo hubiesen sido, nos dieron más analistas para investigar en nuevas zonas del mercado. Aproveché plenamente sus descubrimientos. Danny Frank de Special Situations fue el primero en ver el potencial de Fannie Mae, y también otras reconversiones; George Vanderheiden del Fondo Destiny me llevó a Owens-Corning; Tom Sweeney de Capital Appreciation me dio una de mis mejores acciones, Envirodyne.

Los nuevos fondos también nos dieron nuevos puestos en donde poder promocionar a nuestros talentosos jóvenes analistas, que de otra forma habrían sido atraídos por firmas rivales. El resultado fue uno de los mejores equipos de sabuesos de acciones jamás construido.

Muy pronto, en mi mandato, formalizamos el intercambio de información. Nuestras asambleas aleatorias en el pasillo cerca del frigorífico fueron reemplazadas por un evento programado en nuestra sala de conferencias, donde todos los analistas y gestores de fondos presentaban sus selecciones semanales.

Posteriormente, dirigía estas reuniones con un pequeño temporizador de cocina que pretendía fijar en tres minutos; el límite de tiempo oficial para cualquier defensa o explicación de una selección. De hecho, iba fijando el temporizador con intervalos progresivamente más cortos, hasta que lo bajé a un minuto y medio. Estoy confesando esto ahora cuando ya es demasiado tarde para que nadie demande recuperar el tiempo perdido.

La gente estaba demasiado entusiasmada con sus acciones favoritas como para darse cuenta de que estaba haciendo trampas con el temporizador. De todas formas, 90 segundos es tiempo más que suficiente para contar la historia de una acción. Si estás preparado para invertir en una compañía, entonces debes ser capaz de explicarlo en un lenguaje sencillo que un alumno de quinto de primaria pueda comprender, y lo suficientemente rápido como para que el alumno de primaria no se aburra.

Estas sesiones nuestras no eran para despellejar a nadie. Wall Street tiende a ser un entorno combativo donde sólo los más elocuentes sobreviven, pero el combate no es la mejor forma de llegar a la verdad sobre las acciones. Cuando eres abiertamente criticado por tus ideas, puede que te frenes la próxima vez. Y cuando hay un coro de crítica, es probable que dejes de tener fe en tu propio análisis.

Una recepción hostil puede que no afecte a tu confianza inmediatamente, pero el cerebro nunca olvida una experiencia dolorosa. Recordará que cada persona en la sala su burló de la idea de que Chrysler era una ganga excepcional a 5 dólares por acción. Entonces, una noche un año después más o menos, cuando la acción cotiza a 10 dólares y el cerebro no tiene nada mejor

que hacer, recordará que «quizá todas esas personas inteligentes estaban en lo cierto» y al día siguiente te despertarás y venderás tus acciones de Chrysler a 30 dólares antes de tiempo.

Para evitar socavar la confianza de unos y otros, no permitíamos comentarios en las presentaciones, los oyentes eran libres de seguir adelante con las ideas o ignorarlas. Intenté centrarme en la calidad de cada idea, en contraposición a la calidad del ponente. A menudo, los ejemplos más valiosos venían de personas cuyas habilidades seleccionando acciones excedían por mucho sus habilidades forenses, e insistí en coger los cerebros de las personas menos comunicativas y sacarlos fuera de las reuniones, con el tiempo del temporizador apagado.

Eventualmente, las sesiones semanales fueron reemplazadas por notas de análisis diarios porque teníamos demasiados analistas y gestores de fondos como para caber en una sala.

Dos fuentes adicionales de ideas que a menudo demostraban ser valiosas eran los analistas y gestores de fondos de fuera de Fidelity. Al menos una vez por semana, hablaba con el gestor de un fondo rival, y ocasionalmente nos cruzaríamos el uno al otro por la calle o en una reunión. «¿Qué es lo que te gusta?», diríamos tan pronto como habíamos superado el «Hola». Ésta es la forma en la que los selectores de acciones se comunican. Nunca es «¿Cómo está tu mujer?», o, «Madre mía, ¿viste el tiro que hizo Larry Bird?». Siempre es «¿Qué es lo que te gusta?», seguido de «Madre mía, las cosas se están poniendo mejor en Delta», o «Estoy esperando un giro en Union Carbide».

Éramos competidores en el sentido de que la rentabilidad de nuestros fondos era comparada por Lipper, *Barron's*, *Forbes*, etcétera, y que tan bien lo hacíamos en comparación con los demás determinaba cuánto dinero nuevo atraíamos el siguiente año. Pero la competición no nos privó de revelar nuestras acciones favoritas el uno al otro en cada oportunidad, al menos después de haber adquirido todas las acciones que planeábamos comprar.

No esperarías que el entrenador de los Washington Redskins compartiera sus jugadas favoritas con el entrenador de los Chicago Bears, pero estábamos ansiosos de compartir nuestra lista de la compra. Si uno de nosotros daba una idea a un competidor, él nos devolvería el favor.

El consejo de los analistas de otras firmas y comerciales de la comunidad de negociación lo tomaba de forma más selectiva. Hay una gran diferencia de variación en términos de calidad aquí, y es peligroso seguir recomendaciones emitidas por casas de intermediación sin saber algo de la persona que las había hecho. Algunos analistas muy valorados están dormidos en los laureles con el confort del aire acondicionado. Puede que figuren como estrellas en la revista *Institutional Investor*, pero eso no significa que hayan hablado con Colgate-Palmolive en los dos últimos años.

Hay cada vez más expertos en Wall Street que viven ajenos a la realidad. Los analistas dedican cada vez más y más tiempo a vender y a defender sus ideas a sus superiores y/o clientes, y cada vez menos tiempo analizando las ideas. Es inusual encontrar un analista que llame a varias compañías cada día, y más raro aún encontrar uno que sale fuera y las visita.

Siempre que me cruzo con una persona así, insisto en mantenernos en contacto. Maggie Gilliam en First Boston, que vio la virtud de Home Depot y ofreció una astuta cobertura de Limited, es un buen ejemplo. Otros como John Kellenyi de NatWest en compañías de suministros, Elliot Schneider en Gruntal sobre servicios financieros; y George Shapiro en Salomon Brothers sobre aeroespaciales. Siempre merece la pena escuchar a analistas de este calibre. Especialmente cuando los has llamado tú y no al revés.

A los analistas les encanta presumir sobre cómo «iniciaron la cobertura» de una compañía cuando la acción estaba cotizando a 25 centavos y diez años después se está vendiendo por 25 dólares. Lo que es más importante es si se reafirmaron en su opinión con un segundo, tercer o cuarto informe cuando la acción alcanzó los 5, luego los 10 y luego los 15 dólares. Una señal de compra inicial se olvida con rapidez, y si es lo único que ha facilitado el analista, la audiencia se ha perdido la posibilidad de beneficiarse de la acción más adelante.

**Ser paciente tiene su recompensa**

Cuando se abrió Magellan al público en 1981 yo me había convertido en un inversor más paciente. También lo habían hecho los partícipes. Los reembolsos habían disminuido, lo que significaba que no estaba forzado a vender acciones para conseguir capital. La rotación anual del fondo disminuyó casi dos tercios, del 300 al 110 por ciento. Mis mayores posiciones (Nicor, el productor de gas natural; Fedders, la gente del aire acondicionado; Service Corporation International, la cadena de funerarias) se mantenían de esa forma durante varios meses seguidos.

Magellan todavía era un fondo pequeño, de 100 millones de dólares, que lo situaba en el quintil más bajo de los fondos de renta variable genéricos. Dividía el dinero entre 200 diferentes acciones en todo tipo de compañías imaginable: John Blair, un radiodifusor; Tandy, dueño de Radio Shack; Quixote, que fabricaba barreras de seguridad de plástico usadas por los trabajadores de la construcción en las autopistas; Telecredit; Zapata Corporation, que se sumaba a la fortuna de George Bush; ChemLawn; Seven Oaks, un procesador de cupones de supermercados; Irving Bank, y Chart House y Skipper's, ambas cadenas de comida rápida de alto crecimiento.

Progresivamente estaba más impresionado con el potencial a largo plazo de las cadenas de restaurantes y los comercios minoristas. Expandiéndose por todo el país, estas compañías podían mantener una tasa de crecimiento del 20 por ciento durante 10 y 15 años. Las matemáticas eran y siguen siendo muy favorables. Si los beneficios se incrementan un 20 por ciento al año, se doblan cada 3 años y medio y se cuadruplican cada 7 años. El precio de la acción se adecua y a menudo supera a los beneficios, a medida que los inversores están dispuestos a pagar una prima considerable por las perspectivas futuras de la compañía. (Una lista de mis 50 posiciones más importantes de compañías minoristas aparece en la tabla 6-3.)

La Regla del 72 es útil para determinar cómo de rápido crecerá el dinero. Coge el rendimiento anual de cualquier inversión, expresado en porcentaje, y divídelo por 72. El resultado es el número de años que te llevará doblar tu dinero. Con una rentabilidad del 25 por ciento, tu dinero se dobla en menos de 3 años: con una rentabilidad del 15 por ciento, se dobla en menos de 5.

A base de escuchar las subidas y bajadas de varias industrias, aprendí que mientras que era posible multiplicar por entre dos y cinco tu dinero en compañías cíclicas y situaciones infravaloradas (asumiendo que todo saliera bien), había mayores recompensas en las compañías minoristas y en los restaurantes. No sólo crecían tan rápido como las compañías tecnológicas de alto crecimiento (fabricantes de ordenadores, creadores de software, compañías médicas), sino que en general eran menos arriesgadas. Una compañía informática puede perder la mitad de su valor de la noche a la mañana cuando un rival lance un mejor producto, pero una cadena de donuts en Nueva Inglaterra no va a perder su negocio cuando alguien abra una cadena de donuts superior en Ohio. Puede que lleve una década para que el competidor llegue, y los inversores lo pueden ver venir.

A finales de 1981, había sacado mis ganancias de Circle K Convenience Stores y Penn Central, una reconversión tras una bancarrota. Vendí Bally, la empresa de máquinas tragaperras y operador de casinos, y compré otras dos acciones de juegos, Elsinore y Resorts International. A principios de 1982, compré de nuevo Circle K. Mi mayor posición era Mattel, el fabricante de juguetes, que era el 3 por ciento del fondo. Otras compañías en mi top 10 en aquel momento eran Chemical Bank; Pic 'N' Save, una cadena de tiendas de descuento en California; Verbatim, un fabricante de discos duros (una vez más, había sucumbido a una acción de alta tecnología); Horn & Hardart, los dueños de los restaurantes Bojangles y negocio de venta por catálogo; y Pep Boys-Manny, Moe & Jack, que no se deben de confundir con Los Tres Chiflados. Éstos eran los Tres Sabios cuando se trataba de ganar dinero con los fabricantes de componentes de automoción.

Pep Boy, Seven Oaks, Chart House, Telecredit, Cooper Tire, ahora comenzaba a ver que algunas de mis acciones favoritas tenían algo en común. Eran compañías con sólidos balances financieros y perspectivas favorables pero la mayoría de gestores de fondos no se molestaba en mirarlas. Tal y como he mencionado anteriormente, un gestor de fondos que se preocupa por la seguridad del empleo tiende a gravitar hacia posiciones aceptables como la de IBM, y a evitar compañías poco convencionales como Seven Oaks, la compañía de servicios mencionada anteriormente con una planta en México. Si

Seven Oaks fracasa, la persona que recomendó incluirla en la cartera se lleva la culpa, pero si IBM fracasa entonces la culpa es puesta en IBM, por «decepcionar a Wall Street».

¿Qué hizo posible que me apartara de esta anquilosada norma? En un fondo abierto como Magellan, nadie me estaba vigilando. En muchas compañías hay una jerarquía de viligancia, con cada persona juzgando el trabajo de la persona directamente en frente de él, mientras se preocupa sobre cómo habrá sido juzgada por detrás.

Cuando tienes que preocuparte de lo que la persona de detrás de ti piensa sobre tu trabajo, me da la sensación de que dejas de ser un profesional. Ya no eres responsable por lo que haces. Esto genera una duda en tu mente sobre si eres capaz de triunfar en lo que haces, de lo contrario, ¿por qué estarían monitorizando cada paso que das?

Me habían perdonado la humillación de ser cuestionado por mis superiores. Tenía el privilegio de comprar acciones en compañías de las que nadie había oído hablar, o vender acciones a 40 dólares y cambiar de opinión y comprarlas de nuevo a 50 dólares. (Mis superiores pueden haber pensado que estaba loco por hacer esas cosas, pero no decían eso.) No tenía que justificar mi selección de acciones en reuniones diarias o semanales, o someterme a mí mismo y a mi estrategia a críticas desmoralizadoras.

Los gestores de fondos tienen bastante de qué preocuparse intentando batir al mercado. No necesitamos el obstáculo añadido de ajustarse a un plan o tener que explicar nuestra estrategia cada día. Mientras que sigamos el mandato descrito en el folleto, debemos ser juzgados una vez al año por nuestros resultados. Mientras tanto, a nadie le debería de importar si compramos Golder Nugget o Horn & Hardart en vez de Reynolds Aluminium o Dow Chemical.

Hacia 1981-1982 empecé a trabajar los sábados. Dedicaba el día extra a limpiar mi mesa. Tenía que examinar una pila de correo, que en algún punto llegó a tener una altura diaria de 90 centímetros. En febrero y en marzo, revisaba los informes anuales. Revisaba mis notas de contactos corporativos, buscando situaciones en donde los precios de cotización hubiesen caído



(siempre escribía el precio junto a la fecha cuando hablaba con una compañía) y los fundamentales o bien habían mejorado o no habían cambiado. Mi objetivo era ver algo de luz al final del túnel, pero no siempre lo conseguía.

La primera mitad de 1982 fue terrible para el mercado bursátil. El tipo de interés había alcanzado el doble dígito, al igual que la inflación y el desempleo. La gente que vivía en los suburbios estaba comprando oro y armas y almacenando latas de conservas. Los hombres de negocios que no habían ido a pescar en veinte años estaban engrasando sus carretes y reponiendo sus cajas de señuelos, preparándose para el cierre de los supermercados.

Los tipos de interés habían subido tanto que mi mayor posición en el fondo durante varios meses eran las letras del Tesoro a largo plazo. El Tío Sam estaba pagando un 13-14 por ciento sobre ellas. No compré bonos por motivos defensivos porque estuviera asustado de las acciones, como hacen muchos inversores. Los compré porque los retornos excedían lo que uno normalmente puede esperar de las acciones.

Esto me lleva al Principio de Peter número 8, la única excepción a la regla general de que es mejor tener acciones que tener bonos:

**Cuando los rendimientos de los bonos gubernamentales exceden la rentabilidad por dividendo del S&P 500 por un 6 por ciento o más, vende tus acciones y compra bonos.**

No podía imaginar cómo los tipos de interés podían subir todavía más, o mantenerse a esos niveles por mucho tiempo, sin que la economía se colapsara y las peores pesadillas se hicieran realidad. Si eso sucedía, estaría con el resto de ellos sufriendo, y la estrategia de la cartera de Magellan sería la menor de mis preocupaciones. Pero si no sucedía, querría haber invertido totalmente en acciones y en bonos a largo plazo.

El por qué los inversores intentan prepararse para el desastre total eliminando sus mejores ideas es algo que me supera. Si llega el desastre total, el dinero en los bancos será igual de inútil que un certificado de acciones. Por otra parte, si no llega el desastre total (un desenlace más probable, dado el historial), los tipos «cautelosos» se convierten en irresponsables, vendiendo sus valiosos activos por una miseria.

A principios de 1982, hice mi habitual revisión a prueba de miedos, centrándome en una perspectiva mayor, asumiendo que lo peor no sucedería, y luego preguntándome a mí mismo, y si no lo hacía, ¿entonces qué? Determiné que los tipos de interés tenían que bajar tarde o temprano, y que cuando lo hiciesen, los dueños tanto de acciones como de bonos a largo plazo harían muchos beneficios.

(De hecho, el S&P 500 multiplicó por cuatro entre 1982 y 1990 y los bonos gubernamentales a 30 años lo hicieron un poco mejor. Entonces, en 1991, cuando las acciones habían subido de nuevo un 31 por ciento, los bonos lo hicieron peor, demostrando una vez más que a largo plazo las acciones baten a los bonos).

En la era del pesimismo, los comentaristas financieros continuaban insistiendo en las ventas decrecientes de coches, como si las ventas decrecientes de coches fuesen una aflicción permanente. Me daba la sensación de que con recesión o sin recesión, la gente tendría que volver a los concesionarios. Si hay algo tan certero como la muerte y el colapso de los Red Sox, es que los americanos tienen que comprar coches.

Era esta clase de razonamiento el que me llevó a Chrysler en marzo de 1982. De hecho, me tropecé con Chrysler de manera indirecta. Me interesé por Ford como beneficiaria de una recuperación de los automóviles, y hablando con Ford me convencí de que Chrysler se beneficiaría todavía más. Como de costumbre, mi análisis de una oportunidad me llevó a otra, de la misma forma en la que un buscador de oro sigue las pepitas río arriba.

La acción de Chrysler cotizaba a 2 dólares en aquella época, porque Wall Street esperaba que el tercer mayor fabricante de automóviles se fuera a la bancarrota y se convirtiera en la próxima Penn Central. Una rápida revisión a su balance de situación me mostraba que Chrysler tenía más de 1.000 millones de dólares en tesorería —principalmente gracias a la venta de su división de tanques a General Dynamics—, así que su inminente desaparición era muy exagerada. Chrysler tenía la capacidad de quebrar, pero no al menos durante un par de años. El gobierno de Estados Unidos había garantizado préstamos suficientes a Chrysler como para asegurar su supervivencia a corto plazo.

Si las ventas de automóviles hubiesen sido robustas en general y Chrysler hubiese logrado no vender coches, habría sido más pesimista sobre su futuro. Pero toda la industria había estado en una crisis y estaba a punto de un rebote. Desde que Chrysler había reducido su deuda y estaba planeando cerca del umbral de rentabilidad cuando las ventas eran lentas, tenía el potencial de hacer números gigantes cuando las ventas se recuperasen.

En junio visité las oficinas corporativas, donde vi los nuevos coches y hablé con varios altos ejecutivos en una reunión organizada por el responsable de relación con inversores Bob Johnson. Éste fue probablemente el día más importante de mi carrera de inversión en 21 años.

Las entrevistas que se suponía que durarían tres horas se alargaron a siete, y una pequeña charla con Lee Iacocca se convirtió en otra sesión de dos horas. Al final, no sólo estaba convencido de que Chrysler tenía los medios para mantenerse en el negocio durante un tiempo sino que la compañía estaba metiendo un impulso a sus productos.

El Dodge Daytona, el Chrysler Laser y el G-124 Turbo Car estaban todos saliendo de la cadena de montaje. El G-124 podía acelerar de 0 a 100 en menos segundos que un Porsche. Había descapotables para el público más joven y un New Yorker deportivo con tracción delantera. El señor Iacocca estaba entusiasmado con lo que él llamaba «la primera novedad en la industria del automóvil en veinte años», un vehículo al que se le había dado un nombre en clave: el T-115. Éste era el monovolumen de Chrysler, del que se vendieron más de tres millones de unidades en los siguientes nueve años.

Estaba más impresionado con los coches que con el monovolumen, pero el monovolumen acabó siendo el producto que salvó a la compañía. No importa lo bien que creas que conoces un negocio, siempre puede pasar algo que te sorprenda. ¡Aquí estaba una innovación en el diseño e ingeniería de automóviles que no venía de Japón ni de Alemania o Suecia sino de Detroit! ¡El monovolumen de Chrysler vendió más que todos los Volvos en Estados Unidos por cinco a uno!

Chrysler era una gran compañía con millones de acciones cotizando, lo que hizo posible a Magellan tomar una importante posición. La compañía era tan despreciada en Wall Street que los institucionales habían tirado la toalla y habían dejado de seguirla. En la primavera y el verano de 1982 estaba

comprando la acción con diligencia. Al final de julio, el 5 por ciento de los activos de Magellan estaban invertidos en Chrysler, el porcentaje máximo permitido por la SEC.

Durante el otoño, Chrysler se mantuvo como mi mayor posición, justo por delante de Honr & Hardart, Stop & Stop, IBM y Ford. Si me lo hubiesen permitido, habría hecho a Chrysler ser el 10 o el 20 por ciento de mi fondo. Esto a pesar de que la mayoría de mis amigos y colegas me decían que estaba loco, y que Chrysler se iría a la bancarrota.

En octubre, reduje mi posición en bonos hasta el 5 por ciento de los activos de Magellan. El gran mercado alcista había empezado en serio. Los tipos de interés habían comenzado a bajar y la economía mostraba signos de recuperación. Las compañías cíclicas estaban guiando al mercado hacia arriba, como suelen hacer al final de una recesión. Respondí vendiendo algunas acciones de bancos y aseguradoras. El 11 por ciento del fondo estaba ahora en compañías de automóviles, y un 10 por ciento en compañías minoristas.

El cambio en la asignación no era una política derivada de los titulares o de las declaraciones hechas por el presidente del consejo de la Reserva Federal. Mis decisiones eran tomadas caso a caso, a medida que una compañía tras otra me decían que el negocio se estaba recuperando.

Durante este período, Genentech salió a cotizar a 25 dólares y rápidamente subió a 75 dólares. Ésta fue una de las nuevas ideas que compré.

El fin de semana anterior a Halloween hice mi primera aparición en «Wall Street Week». No conocí al presentador, Louis Rukeyser, hasta un minuto antes de que las cámaras empezaran a emitir. Entró en el plató, se inclinó y dijo: «No te preocupes, lo harás bien, sólo nos están viendo ocho millones de personas».

Rukeyser comenzó el programa con una broma de Halloween sobre cómo los políticos atemorizan a Wall Street mucho más que los duendes. Entonces los tres tertulianos (Dan Dorfman, Carter Randall y Julia Walsh) hicieron un poco de pensamiento de fin de semana. Como era habitual, había mucho de qué preocuparse, empezando por el hecho de que el Dow había caído 36 puntos el viernes pasado. Los periódicos lo habían destacado como la «peor caída

diaria desde 1929», a pesar de que la comparación era absurda. Una caída de 36 puntos con el Dow a 990 no era la misma cosa que una caída de 36 puntos con el Dow a 280, que es donde estaba antes del crac.

Qué tan frecuente es que las montañas de hoy sean un grano de arena mañana y viceversa. Preguntados sobre lo que podría estar espantando al mercado, los tres expertos mencionaron la acusación contra el fabricante de automóviles John De Lorean, el susto de Tylenol, y un gran número de miembros del Congreso que podrían perder sus asientos en las próximas elecciones. El señor Rukeyser leyó la carta de un televidente que estaba preocupado sobre una posible crisis en bancos y compañías de ahorros y préstamos que podría consumir los recursos de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos. Los tertulianos pensaban que había pocas posibilidades de que una cosa así sucediese. Rukeyser acabó la discusión sugiriendo que el gobierno siempre podría «imprimir unos cuantos dólares más si tenía que hacerlo», una broma que podría acabar siendo profética.

Para mi parte en el programa, fui presentado como el «mejor gestor de fondos de los últimos cinco años», liderando la lista de Lipper con una ganancia del 305 por ciento durante ese período. Llevaba un traje claro marrón y una camisa azul, el tipo que se supone que hay que llevar en televisión, y estaba nervioso. Llegar al programa de Rukeyser era el equivalente financiero de abrir un sobre de los Premios de la Academia.

Rukeyser me lanzó unas cuantas preguntas fáciles, empezando con el «secreto de mi éxito». Yo dije que visitaba más de 200 compañías al año y que leía 700 informes anuales, y que me suscribía a la teoría de Edison de que «invertir es un 99 por ciento de transpiración», algo que yo estaba haciendo mucho en aquel momento. «Ésa era la teoría de Edison de la genialidad, no de la inversión», corrigió Rukeyser. No dije nada. La ingeniosa réplica quedó flotando en el aire.

Rukeyser quería saber más sobre mi modus operandi. ¿Qué iba a decir? «Bueno, Lou, compro lo que me gusta.» No lo hice. En cambio, dije que yo dividía la cartera de Magellan en dos partes: la parte de compañías de bajo crecimiento y las cíclicas, y las acciones conservadoras. «Cuando el mercado va hacia abajo, vendo las acciones conservadoras y lo añado a las otras. Cuando el mercado va hacia arriba, vendo algunas de las acciones ganadoras

de las compañías de crecimiento y las cíclicas y añadió a las acciones conservadoras.» Cualquier similitud entre mi actual estrategia y esta tentativa de explicarlo a 8 millones de telespectadores sobre la marcha es pura coincidencia.

Preguntado sobre mis selecciones favoritas, enumeré Bassett Furniture, Stop & Shop, y las compañías de automóviles en general, especialmente Chrysler. Dije que las compañías de automóviles habían estado deprimidas dos años seguidos, y Chrysler estaba bien posicionada para beneficiarse de una recuperación. Expresando la visión popular de Wall Street Dorfman se preguntó si Chrysler no era demasiado arriesgada. «Estoy dispuesto a tomar riesgos», contesté.

Las cosas se aligeraron cuando alguien hizo una pregunta sobre una compañía tecnológica. No sólo confesé que era un ignorante en tecnología, sino que «yo nunca entendí realmente cómo funcionaba la electricidad». Esto sacó una carcajada y Rukeyser quería saber si alguna vez se me había ocurrido que era un «tipo muy chapado a la antigua». Mi brillante respuesta a esa pregunta fue «pues no, no se me había ocurrido».

Tan nervioso como debí de parecer, la aparición en el programa de Rukeyser hizo maravillas para Magellan. El departamento de ventas de Fidelity estuvo muy ocupado respondiendo a llamadas y cogiendo órdenes. Lo que había sido un fondo de 100 millones de dólares después de la fusión con Salem en 1981 se convirtió en un fondo de 450 millones a finales de 1982. El nuevo dinero estaba entrando a un ritmo que habría sido inconcebible cuatro años antes: 40 millones en octubre, 71 millones en noviembre, 55 millones en diciembre. Un mercado bursátil rugiente tenía mucho que ver con esto.

En vez de tener que vender una acción para comprar otra, como había hecho en el pasado, ahora tenía el lujo de mantener posiciones antiguas mientras iniciaba otras nuevas. No me estaba permitido gastarme todo el dinero en Chrysler así que invertí una parte en compañías de automóviles, en compañías químicas y en compañías minoristas. En tres meses compré acciones en 166 compañías diferentes.

Algunas de éstas eran compañías grandes, pero la mayoría no lo eran. Una de las muchas ironías de mi carrera es que cuando Magellan era un fondo pequeño me concentraba en las acciones grandes y cuando se convirtió en un

fondo grande me encontré concentrándome en las acciones más pequeñas. Esto no era una estrategia deliberada, pero así es como funcionó.

La popularidad de Magellan continuó creciendo en 1983. En febrero, otros 76 millones de dólares tuvieron que ser invertidos y en marzo, 100 millones más. Habría sido más fácil encontrar acciones que comprar en un mercado terrible, pero a inicios de 1983 el Dow había avanzado 300 puntos desde los mínimos de 1982. Muchas de las empresas tecnológicas habían subido a alturas vertiginosas que no se volverían a ver en seis o siete años. Estos elevados precios eran la causa del enorme júbilo en Wall Street, pero las encontraba deprimentes. Estaba más contento con una buena caída de 300 puntos que creaba algunas gangas.

Las gangas son el santo grial de los verdaderos selectores de acciones. El hecho de que el 30 por ciento de nuestro patrimonio neto se pierda en una venta masiva de mercado tiene pocas consecuencias. Vemos la última corrección no como un desastre sino como una oportunidad para adquirir más acciones a precios bajos. Así es como las grandes fortunas se hacen con el tiempo.

Chrysler todavía era mi mayor posición (5 % del fondo) y permaneció así durante la mayor parte del año. Había doblado su valor en ocho meses. Horn & Hardart, Stop & Stop e IBM continuaron apareciendo en el top cinco. Diligentemente mantuve una posición del 3 por ciento en IBM (menos, según parece, que el peso total de IBM en el mercado del 4 por ciento de valor total del S&P 500). Quizá estaba respondiendo a un mensaje subliminal: no eres un gestor de fondos de verdad a no ser que tengas a la Gran Azul en la cartera.

En abril, Magellan alcanzó los 1.000 millones de dólares, un hito que suscitó mucho murmullo en la oficina. Poco después, un escrito de boletines sugirió que Magellan se había convertido en demasiado grande como para triunfar. Este argumento pronto ganaría popularidad.

## Magellan

### Los últimos años

El tiempo que dedicas analizando acciones es directamente proporcional a cuántas acciones tienes. Lleva unas cuantas horas al año ponerse al día con cada una de ellas. Esto incluye leer los informes anuales y trimestrales, y llamar a las compañías para actualizaciones periódicas. Una persona con cinco acciones puede hacer este trabajo como una afición. Un gestor de fondos con un fondo de pequeño a mediano tamaño lo puede hacer como un trabajo de 9 a.m. a 5 p.m. En un fondo más grande, estamos hablando de una semana de 60-80 horas.

A mitad de 1983 había 450 acciones en la cartera de Magellan, en otoño, el número se había doblado hasta 900. Esto significaba que tenía que estar preparado para contar 900 historias diferentes a mis compañeros en 90 segundos o menos. Para hacer eso, tenía que saber cuáles eran las historias. Mis hábiles asistentes me ayudaban a investigar los hechos.

John Neff en Vanguard Windsor todavía tenía el fondo de inversión más grande en existencia, pero a finales de 1983 Magellan le seguía muy de cerca, con 1.600 millones en activos bajo gestión. Esta última racha de crecimiento impulsó un nuevo grupo de críticos que decían que Magellan, como el Imperio Romano, se había convertido en demasiado grande para triunfar. La teoría era que un fondo de 900 acciones no tenía ninguna posibilidad de batir la media del mercado porque *era* la media del mercado. Fui acusado de gestionar el fondo pseudoactivo más grande del planeta.



Esta teoría de que un fondo grande sólo puede ser un fondo mediocre todavía está en boga hoy en día, y es tan incierta como lo era hace una década. Un gestor de fondos imaginativo puede elegir 1.000 acciones, o incluso 2.000 acciones, en compañías inusuales, la mayoría de las cuales nunca aparecen en la cartera estándar de Wall Street. Esto se conoce como «volar fuera del alcance del radar». Puede tener 300 cooperativas de ahorro y préstamos y 250 compañías minoristas y ninguna compañía petrolera ni manufacturera, y sus resultados harán zig cuando el resto del mercado hará zag. Por el contrario, un gestor de fondos con poca imaginación puede limitar su cartera a las 50 acciones más demandadas por las instituciones, y crear una miniatura del S&P 500.

Esto me lleva al Principio de Peter número 9:

**No todas las acciones ordinarias son igual de ordinarias.**

El tamaño de un fondo y el número de acciones que contiene no te dicen nada sobre si podrá hacerlo bien o no. La publicidad que recibí por haber comprado 900 acciones, o más tarde, 1.400 acciones, puede haber causado que algunos inversores se alejen de Magellan. Esto es desafortunado. De las 900 acciones en la cartera en 1983, 700 representaban menos del 10 por ciento de los activos totales del fondo.

Estas pequeñas posiciones las tomaba por una de dos razones: (1) las propias compañías eran bastante pequeñas, así que si controlaba el máximo del 10 por ciento de las acciones el valor en dólares no sumaba mucho; o (2) no estaba convencido de que mereciesen un compromiso sustancial. La mayoría de las acciones de Magellan caían en esta categoría de «sintoniza más tarde». Era más fácil seguir la historia si tenías algunas participaciones y te enviaban la información por correo.

Un ejemplo de cómo un holding insignificante podía conducir a una gran oportunidad era Jan Bell Marketing. Los directivos de este proveedor de joyerías, una compañía de 200 millones de dólares y lejos del *Fortune* 500, vinieron a Fidelity para reunirse con nuestros gestores de fondos. Yo tenía la acción, así que me apresuré a la sala de conferencias para escuchar la presentación. Ningún otro gestor de fondos se presentó.

Jan Bell era demasiado pequeña como para añadir mucho a la cartera de Magellan, pero estaba encantado de haber ido a la reunión. Describiendo el negocio, los directivos mencionaron que sus mejores consumidores eran los clubs de descuento (Pace, Warehouse, Wholesale, Costco, etc.), y que éstos estaban pidiendo una enorme cantidad de joyería, tanta, de hecho, que Jan Bell tuvo problemas para estar al día con la demanda.

Es de ahí de donde saqué la idea de invertir en clubs de descuento. Se me ocurrió pensar que si estaban vendiendo tanta joyería como Jan Bell afirmaba que estaban haciendo, entonces sus ventas generales también tenían que ser excelentes. Le pregunté a Will Danoff, el analista de comercio minorista que más tarde tomaría el control de Fidelity Contrafund, para hacer la investigación.

Estas acciones eran muy populares después de sus ofertas públicas, pero la euforia duraba poco. Las expectativas eran tan elevadas que los resultados no podían cumplir con las mismas, y las acciones sufrían una venta masiva. Como siempre, Wall Street perdió el interés. Danoff llamó a las grandes casas de inversión y descubrió que no se había asignado ni un solo analista para seguir estas compañías.

Los dos contactamos a las compañías directamente. Confirmaron lo que Jan Bell había dicho, el negocio es fantástico. También nos dijeron que fortalecerían su balance de situación amortizando deuda. Los ingresos estaban al alza, el precio de la acción todavía estaba a la baja, era una situación perfecta. Compré cientos de miles de acciones de Costco, Wholesale Club y Pace. Los tres ganaron dinero. Costco multiplicó por tres.

Los empleados y consumidores en estas tiendas podrían haber visto la evidencia de prosperidad con sus propios ojos, y descubrir los mismos detalles que Danoff y yo descubrimos. Los consumidores atentos tienen la posibilidad de recibir el mensaje sobre los negocios minoristas antes de que Wall Street lo haga, y recuperar todo el dinero gastado en mercancías, comprando acciones infravaloradas.

A mediados de los años ochenta, también examiné casi todas las cooperativas de ahorro y préstamos que salían públicas. La mayoría de ellas eran bastante pequeñas, así que para que marcaran una diferencia en una cartera de 1.000 millones de dólares, tenía que seleccionar un grupo grande de

ellas. Además, después de que varias instituciones financieras me dijeran que sus beneficios estaban mejorando gracias a los bajos tipos de interés, pude ver que muchos otros se beneficiarían de esta tendencia. De las 83 nuevas adquisiciones que hice en abril de 1983, 39 eran bancos o cooperativas de ahorro y préstamos. A finales de ese año, había comprado 1.000 cooperativas, las suficientes como para hacer de ese grupo el 3 por ciento del fondo.

La prensa financiera destacó mi entusiasmo con las cooperativas de ahorro y préstamos en suficientes artículos como para que el lector eventual pudiera creer que la suerte de Magellan subía y bajaba con ellas. Era bueno que no lo fuera, porque cuando las cooperativas de ahorro y préstamos se colapsaron, los precios de las que eran sólidas también bajaron. Si hubiera puesto el 20 por ciento de Magellan en cooperativas de ahorro y préstamos podría haberme visto forzado a retirarme mucho antes.

No obstante los bancos y las cooperativas de ahorro y préstamos, son las compañías de automóviles las que se llevan la mayor parte del crédito por el éxito de Magellan durante este período. Ford me había llevado a Chrysler, y Chrysler a Subaru y a Volvo. La corriente económica favorable que había elevado a una estaba levantando a todas.

El precio de la acción de Chrysler se disparó tan rápido que durante un corto período mi posición en Chrysler excedió el límite del 5 por ciento del fondo. Una vez que alcanzó al 5 por ciento, no estaba autorizado a comprar más, aunque sí estaba autorizado a excederme del límite si el aumento en el precio de una acción empujaba el valor de la posición de Magellan por encima del límite del 5 por ciento. Al mismo tiempo, estaba invirtiendo en Ford y Volvo, hasta que las tres juntas representaban el 8 por ciento de los activos de Magellan, y los automóviles, como grupo, un 10,3 por ciento.

Un individuo puede elegir las compañías de automóviles más prometedoras y poner todo su dinero ahí, pero para obtener todo el beneficio de un rebote en los automóviles, el gestor de un fondo grande está forzado a hacer lo que se conoce como una «apuesta sobre la industria». Hay diferentes formas de hacer este tipo de apuestas. Una forma es decirte a ti mismo, «Este año, quiero tener el 8 por ciento en autos», porque tiene una corazónada de

que a las compañías de automóviles les va a ir bien. Puede cerrar los ojos y tirar dardos a una lista de acciones de compañías de automóviles, y comprar unas cuantas. Otra forma es analizar cada compañía una por una.

En el primer caso, el peso del 8 por ciento en automóviles es deliberado y la elección de compañías es accidental; en el segundo, la elección de las compañías es deliberada y el peso es accidental. Como ha podido adivinar, prefiero la segunda. Hacer los deberes requiere más esfuerzo que tirar los dardos, pero en 1983 los tiradores de dardos tenían probabilidades de acabar invirtiendo en General Motors.

Nunca tuve muchas acciones de General Motors, incluso en este período favorable para las compañías de automóviles, porque pensaba que decir que era una compañía miserable era el piropo más bonito que podías hacerle. Incluso GM triplicó su valor de 1982 a 1987, pero el gestor de fondos que hizo al primer fabricante de automóviles americano su posición número uno no se benefició del todo de que Ford multiplicara por 17, o que Chrysler casi multiplicara por 50.

Tengo que admitir que en mi análisis ascendente estaba en lo cierto sobre el rebote de los automóviles, pero equivocado sobre el panorama general. Estaba convencido de que los japoneses seguirían concentrándose en el mercado de coches pequeños, y nunca imaginé que entrarían en el mercado de coches medianos y de lujo de la forma en la que lo han hecho. A pesar de este error de cálculo, fui capaz de sacarle el máximo beneficio a Ford, Chrysler y Volvo.

Durante todo el tramo de seis años entre 1982 y 1988, al menos dos de estos tres fabricantes de automóviles se podían encontrar entre las cinco mayores posiciones en Magellan, y en ocasiones las tres aparecían a la vez. El precio de la acción de Ford y Chrysler creció de forma dramática, y posteriormente hice más de 100 millones de dólares de beneficios en cada una, además de 79 millones de Volvo. Fueron unas enormes ganancias en unas enormes posiciones las que llevaron a Magellan a un resultado superior.

Aunque Magellan eran continuamente descrito como un fondo de crecimiento, era la flexibilidad de comprar cualquier tipo de acción lo que me permitía tomar ventaja de las oportunidades como las que encontraba en las compañías automovilísticas. Chrysler y Ford no habrían aparecido en los

fondos con carteras de crecimiento, sin embargo como estas acciones habían caído tanto, en la recuperación batieron a la mayoría de acciones de crecimiento.

Otra forma en la que muchos gestores de fondos se bloquean a sí mismos es preocupándose por la «liquidez». Evitaban todas las maravillosas compañías pequeñas —una buena colección de éstas podía hacer maravillas incluso para una cartera grande— porque las acciones tenían poca negociabilidad. Se quedaban tan absortos con este problema de encontrar acciones de las que pudiesen entrar y salir en cinco días o menos que perdían de vista si merecía la pena en primer lugar tenerlas.

En las acciones como en el amor, la facilidad de divorcio no es una sólida base para el compromiso. Si has elegido sabiamente, no querrás un divorcio en primer lugar. Y si no lo has hecho, estás en un lío en cualquier caso. Toda la liquidez del mundo no te va a salvar del dolor, el sufrimiento y una probable pérdida de capital.

Vea a Polaroid, que perdió el 90 por ciento de su valor en un solo año, 1973. Muchos gestores de fondos desearon no haberlo hecho. Polaroid era una empresa grande y con mucha liquidez, así que era una tarea sencilla vender grandes bloques de acciones en un momento dado. La acción sufrió un lento descenso durante tres años, así que todo el mundo tuvo la oportunidad de salir, pero conozco a varios profesionales que no lo hicieron. Tienes que querer salir para hacerlo, y no se dieron cuenta de que la compañía se estaba cayendo a pedazos.

También tuvieron la oportunidad de salir de Xerox, y por alguna razón, tampoco lo hicieron. Así que el experto que decidió no invertir en algo porque «sólo se negocian 10.000 acciones al día» está mirando las cosas de forma disparatada. En primer lugar, el 99 por ciento de todas las acciones negocian menos de 10.000 acciones al día, así que los gestores de fondos que se preocupan por la liquidez están confinados al 1 por ciento de todas las compañías cotizadas. En segundo lugar, si una compañía es una perdedora, el gestor de fondos va a perder dinero en la acción con independencia de cuántas acciones coticen, y si es una ganadora, estará encantado de liberarse de la posición en la acción de manera pausada, con un beneficio.

Cuando Magellan creció hasta ser un fondo de tamaño medio, me resultó más difícil encontrar inversiones significativas de la noche a la mañana. De vez en cuando tenía la oportunidad de duplicar un gran bloque de acciones de un comprador institucional, que es como adquirí 2 millones de acciones de Owens-Corning en un día. En otra ocasión, compré 2 millones de acciones de BankAmerica de la misma forma. Pero éstas eran excepciones a la norma de constantes picoteos.

Cada vez que el fondo se hacía más grande, cosa que pasaba casi cada día, tenía que añadir a cada posición para mantener su peso relativo frente al resto de acciones en el fondo. Con las acciones pequeñas especialmente, a veces llevaba meses adquirir una cantidad aceptable. Si compraba acciones demasiado rápido, mis propias compras podían provocar que el precio se incrementara por encima del nivel al que habría querido empezar a vender.

Durante 1984, mis 10 mayores posiciones se mantuvieron más o menos igual, al adherirme a la estrategia de comprar y mantener, en contraposición a mi práctica anterior de frecuente negociación. Un mes, Ford sería la número uno, seguida de Chrysler y luego Volvo; otro mes, Volvo sería la número uno, seguida de Chrysler y luego Ford. También mantuve una gran posición en bonos del Tesoro que compré en 1983, que siguieron aumentando su valor a medida que los tipos de interés caían.

En el clímax de mi aventura con los fabricantes de coches, había cinco compañías de coches en mi top 10, incluyendo las tres habituales además de Subaru y Honda, y por un breve período incluso General Motors apareció en la lista. A medida que millones de americanos volvían a los concesionarios, incluso los operadores mediocres estaban ganando mucho dinero.

Hablando de dinero, otros 1.000 millones habían llegado a Magellan en 1984. Me llevó un tiempo acostumbrarme al cero extra en las órdenes de compra y venta que envió a las mesas de negociación. Además, mis instrucciones por las mañanas a los operadores llevaban cada vez más y más tiempo en realizarse.

Mis decisiones de adónde ir de vacaciones estaban basadas fundamentalmente en zonas horarias y en las localizaciones de las cabinas de teléfono. Austria era un buen lugar porque ya era por la tarde antes de que nuestros mercados abrieran, dándome todo el día para esquiar antes de que

telefonease a la mesa de operaciones. Mi lugar favorito para esquiar en Estados Unidos era Balsam's en Dixville Notch, New Hampshire, porque tenía un teléfono debajo del telesilla. Esquiaría hasta abajo, llamaría a los operadores, pasaría una o dos páginas de compras o ventas, cogería el telesilla hasta arriba y contemplaría mi próximo movimiento.

En mis primeros cinco años no tuve que viajar mucho, pero en los siguientes cinco estaba a menudo en la carretera. La mayoría de los viajes estaban organizados en función de los seminarios de inversión celebrados en cada región del país. Eran cursos abarrotados en donde podías escuchar información sobre docenas de compañías en dos o tres días.

Montgomery Securities tenía una conferencia en San Francisco en septiembre. Hambrecht & Quist tenía una de pequeñas compañías tecnológicas. Cada abril, había una conferencia de Robinson-Humphrey en Atlanta para compañías del sudeste del país. Dain, Bosworth tenían un evento similar en Minneapolis para compañías del medio oeste; Prescott, Ball and Turben hacían una en el otoño en Cleveland; Alex-Brown hacía una en Baltimore; y Adams, Harkness & Hill tenían una en Boston en agosto. Howard Weil tenía dos conferencias separadas en Luisiana, una para productores de energía y otra para empresas de servicios de energía. Había conferencias temáticas que trataban de forma exclusiva compañías de biotecnología, restaurantes, compañías de cable y bancos.

El seminario de inversión fue el instrumento de ahorro de trabajo para los gestores de fondos más grande jamás creado. Con dos o tres presentaciones al mismo tiempo, siempre era difícil decidir a cuál atender. Algunas veces Fidelity enviaba una delegación para tener a un representante en cada reunión. De vez en cuando, la historia era tan buena que dejaba la sala antes de que la charla hubiera terminado para llamar con una orden de compra desde el vestíbulo.

En mi tiempo libre, alquilaba un coche o cogía un taxi para visitar compañías que no estaban participando en la conferencia pero cuyas sedes estaban localizadas por la zona. Llegué a conocer ciudades no por sus hitos conocidos sino por quién de la lista Fortune 500 había fijado ahí su residencia. Mis atracciones turísticas eran MCI y Fannie Mae en Washington,

Chevron y BankAmerica en San Francisco, Litton y Unocal en Los Ángeles; Coca-Cola y Turner Broadcasting en Atlanta; TRW, National City Bank y Eaton en Cleveland.

## **Mis aventuras en el extranjero**

Con la excepción de John Templeton, fui el primer gestor de fondos doméstico en invertir mucho en acciones extranjeras. El fondo de Templeton era una versión global de Magellan. Mientras yo podía tener un 10-20 por ciento del dinero invertido en acciones extranjeras, Templeton invertía la mayoría de su dinero fuera.

Mi propia compra a escala global comenzó en serio en 1984. Nadie había ideado un sistema para obtener precios fiables y al minuto de compañías cotizadas en muchas bolsas extranjeras, así que cada noche mis operadores tenían que llamar a Estocolmo, Londres, Tokio y París para recopilar la información que necesitaba al día siguiente. Esto incrementaba la factura de teléfono pero merecía la pena. En 1986, teníamos un departamento de «exterior».

Con la enorme cantidad de dinero que ahora tenía que invertir, estaba prácticamente forzado a invertir en acciones extranjeras, en particular en Europa. Con un fondo grande, necesitaba encontrar compañías grandes que hicieran grandes movimientos, y Europa tiene un porcentaje de empresas grandes mayor del que tenemos nosotros. La mayoría no eran seguidas de cerca. Las malas noticias eran que las compañías extranjeras no tenían los mismos estándares de información y contabilidad que las firmas norteamericanas, y por tanto eran misteriosas y más difíciles de analizar. Las buenas noticias eran que si hacías tus propios deberes, ocasionalmente te encontrabas con una empresa tipo Volvo.

Mi viaje de investigación más exitoso comenzó a mediados de septiembre de 1985 y acabó tres semanas y 23 compañías después. Esto era mucho más agotador —y útil— que una excursión que hice como joven analista de Fidelity en el otoño de 1973, cuando visité las plantas de Dow



Chemical y fui agasajado con cenas y vino por todo el continente. Lo que aprendí entonces fue que si has visto una planta de Dow Chemical las has visto todas.

En esta ocasión, vi tres compañías en Boston un viernes, luego me subí a un avión esa misma tarde y llegué a Suecia un sábado. Las cosas empezaron con mal pie cuando la aerolínea perdió mi equipaje. Era Sabena, una acción que estaba encantado de no tener.

Suecia es un país formal. En dos días estaba programado que conociera a varios de sus «reyes de la industria» y me preguntaba cómo reaccionarían cuando entrase en sus oficinas vistiendo los mismos pantalones de pana, la chaqueta sport arrugada, y las deportivas que había llevado en el avión. Empecé a prepararme para este desastre cultural tan pronto descubrí que (1) Sabena no tenía ni idea de lo que le había pasado a mi maleta y (2) todas las tiendas en Estocolmo estaban cerradas.

Resignándome a lo peor, esperé a que Birgitta Drogell me recogiera en el aeropuerto, era la hermana de unos amigos nuestros, los Sweetlands. Había hecho las gestiones para quedarme con ella y su familia en Sigtuna, un suburbio de Estocolmo. Milagrosamente, Ingermar, su marido sueco, tenía mi misma talla, hasta en los zapatos, así que pronto puede vestir un buen traje sueco.

Con mi pelo blanco y mi complexión delgada, sólo fue necesario un traje nativo para convencer a todo el mundo de que era sueco. Siempre que andaba por la calle la gente me preguntaba por direcciones, o al menos eso era lo que yo creía que me preguntaban. Dado que no hablo sueco, no podía estar seguro.

La maleta nunca apareció. El lunes, vestido con mi uniforme sueco, me fui a ver al consejero delegado de Esselte, una compañía que vende material de oficina, incluyendo esas bandejas organizadoras que te encuentras en los cajones de escritorio. También vi a ASEA, un conglomerado de alta calidad que es la respuesta sueca a General Electric; y Alfa Laval, que está involucrada en una curiosa combinación de negocios, máquinas de ordeño y biogenética. Esa noche, me preparé para mi sesión del día siguiente en Electrolux, un gigante de aspiradoras y electrodomésticos cuyo presidente era la respuesta sueca a Lee Iacocca; y Aga, que hace un beneficio de la nada.

En teoría, parece absurdo invertir en una compañía que vende gases sacados del aire, porque no son exactamente productos raros, pero descubrí por Aga que hay una gran demanda de oxígeno en la industria del acero y de nitrógeno en la industria de la comida rápida y sólo unas pocas personas tienen la maquinaria necesaria para explotar la atmósfera. Dado que la materia prima cuesta cero, estas pocas personas (Aga incluida) lo están haciendo muy bien.

Tan pronto terminé con Aga, conduje hasta Ericsson, una compañía de equipamiento telefónico similar a nuestra Western Electric. Por la tarde, vi a Skandia, que suena como una tienda de muebles pero en realidad es una gran compañía aseguradora. George Noble, de nuestro fondo Overseas, me había preparado la cita con Skandia, que nadie más parecía estar siguiendo.

Con las compañías aseguradoras americanas, los tipos suben meses antes de que los ingresos comiencen a mostrar una mejoría. Estas acciones son como las compañías cíclicas. Si las compras cuando los tipos comienzan a subir, puedes hacer mucho dinero. No es infrecuente para una acción aseguradora doblarse después de un incremento de los tipos y doblarse de nuevo con los mayores ingresos como resultado del incremento de tipos.

Asumí que este mismo patrón existía en Suecia. Por lo que me habían contado, ya se había aprobado un incremento, que debería de haber disparado el precio de la acción de Skandia, pero no lo había hecho. Los inversores suecos ignoraron las buenas noticias que sin duda iban a llegar y se enfocaron tan sólo en los beneficios actuales, que eran pésimos. Éste era el sueño de un selector de acciones.

Me froté los ojos y le eché un vistazo más detallado a la compañía para ver si había algo terrible que me estuviera perdiendo. ¿Había demasiada deuda? ¿Había invertido Skandia la mitad de sus activos en bonos basura o en una operación inmobiliaria con Campeau?<sup>14</sup> ¿Estaba la compañía asegurando bypass de corazón e implantes de pecho, u otros conceptos arriesgados que podían haber resultado en reclamaciones imprevistas? La respuesta a todas estas preguntas era no. Ésta era una aseguradora conservadora que suscribía seguros y tenía la garantía de doblar sus ingresos. La acción se cuadruplicó en 18 meses.

No había tiempo para tomar baños en la sauna o navegar por los fiordos, porque después de visitar estas siete compañías en dos días tenía que llegar a Volvo al otro lado del país. Para prepararme para la excursión adicional, solicité un analista financiero sueco que trabajaba en una firma de corretaje fundada por uno de los Carnegies. Los descendientes de este Carnegie se habían estado helando en la oscuridad en Escandinavia, mientras que la rama afortunada de la familia se hacía rica en Estados Unidos.

Este analista nunca había visitado Volvo, la mayor compañía del país y el equivalente sueco a todo el conjunto del sector automovilístico en Estados Unidos, además de otros negocios adicionales. Superé su descuido conduciendo a Göteborg con Carolyn, quien para entonces se había unido a mi excursión.

En Göteborg, la gente de Volvo estaba tan emocionada de que un inversor se molestara en pedir una entrevista que llegué a ver al presidente, al vicepresidente ejecutivo, al responsable de la división de camiones y al tesorero. Después de eso, me dieron un gran paseo por la planta.

Volvo estaba siendo exprimida por sus sindicatos, pero ésa era una preocupación lejana. A corto plazo, el precio de la acción era de 34 dólares y la compañía tenía 34 dólares por acción en liquidez, así que cuando compré esta acción estabas consiguiendo el negocio de automóviles, las plantas de ensamblaje y muchas subsidiarias de Volvo (compañía de comida, de fármacos, de energía, etc.) por nada. En Estados Unidos, puede que encontraras un regalo como éste en una compañía pequeña que ha sido ignorada por los analistas, pero podrías mirar toda tu vida y nunca encontrarte con un General Electric o un Philip Morris con un precio tan bajo. Ésa es la razón por la que fui a Europa.

Algunas personas piensan que hay un sesgo cultural en algunos mercados extranjeros que provoca que las acciones estén allí sobrevaloradas o infravaloradas para siempre. Hasta la reciente caída en el mercado japonés, leímos mucho sobre cómo los japoneses tenían una tolerancia innata por las acciones sobrevaloradas. Obviamente, ése no era el caso. En Suecia, parecía que los inversores estaban infravalorando el valor de Volvo, de Skandia y de muchas otras compañías, pero no tenía duda de que el valor real eventualmente sería aparente, incluso para los suecos difíciles de sorprender.

Carolyn y yo dejamos Göteborg y condujimos hasta Oslo, donde vi Norsk Data y Norsk Hydro. Norsk Data era el Hewlett-Packard de Noruega, una excitante compañía en una industria excitante, que todavía no se había desencaminado. Norsk Hydro era una compañía excitante involucrada en una variedad de industrias poco excitantes, energía hidroeléctrica, magnesio, aluminio y plantas fertilizantes. Lo vi como una compañía cíclica y una gran apuesta de energía al mismo tiempo. Sus yacimientos de gas y petróleo tenían más de tres veces las reservas de Texaco, o las de Exxon o de cualquier otro gigante del petróleo. Recientemente, el precio de la acción cayó a la mitad, lo que hace de Norsk Hydro una ganga nuevamente.

Mientras realizaba mi investigación, Carolyn estaba ocupada jugando en los mercados de divisas. Los ministros de finanzas europeos del G-7 acababan de reajustar los tipos de cambio y el valor del dólar había caído de la noche a la mañana. El propietario de una tienda de pieles en Oslo debía de haber olvidado leer los periódicos, porque a la mañana siguiente permitió a Carolyn pagar con cheques de viaje de American Express, un descuento del 10 por ciento con respecto al precio de un día antes.

Desde Oslo, tomamos el tren hasta Bergen, pasando a través de preciosas tierras agrícolas, escalando las montañas y luego descendiendo hasta este encantador pueblo costero. No había mucho tiempo para dedicar a estos encantos, porque muy pronto por la mañana volamos a Frankfurt, donde vi a los directores de Deutsche Bank, Hoechst y Dresdner. Al día siguiente fuimos a Düsseldorf, donde vi a los fabricantes alemanes Köckner-Humboldt-Deutz. También visité Bayer, la antigua fabricante de la aspirina, y ahora un conglomerado químico y farmacéutico.

En la estación de tren de algún lugar, le entregué dos marcos a un simpático compañero alemán que se había ofrecido voluntario para ayudarnos con el equipaje, pensando que era un mozo. Resultó ser un hombre de negocios y yo me había avergonzado a mí mismo respondiendo a su amable gesto con una propina. Con mi nariz metida en el balance financiero, me perdí algunos de los matices culturales y la mayoría del panorama, pero me percaté de que los hombres alemanes se llamaban los unos a los otros «doctor» pase lo que pase, y nunca su versión de Sam o Joe.

Bajamos por el Rin, que fluye de sur a norte, para llegar a Colonia, donde visité más compañías, y desde ahí nos fuimos a Baden-Baden, donde alquilamos otro coche sólo para poder ir al volante en una autopista alemana. Uno de mis objetivos en la vida además de besar la piedra de Blarney era conducir por una autopista alemana. Ambas resultaron ser experiencias igualmente terroríficas.

Para besar la piedra de Blarney, te mueves sobre tu espalda a través de lo que debe de ser una caída de 30 metros, y para conducir por la autopista puede que también entres en las 500 millas de Indianápolis. Estaba yendo muy rápido a más de 160 km/h en mi coche alquilado con Carolyn tomando fotos del velocímetro para demostrarlo, y aún tuve el coraje de adelantar. Me moví a la carril de la izquierda y aceleré a cerca de 190 km/h, aproximadamente un 50 por ciento más rápido de lo que había conducido un coche siendo adulto. Todo iba bien hasta que miré el espejo retrovisor. Esto me lleva al Principio de Peter número 10:

#### **Nunca mires atrás cuando estés conduciendo en la autopista.**

A siete centímetros del parachoques trasero y también yendo a 200 km/h estaba el parachoques delantero de un Mercedes. Ambos estábamos tan juntos que podía ver las cutículas en las uñas del otro. Tenía un buen manicurista. Supuse que si quitaba mi pie del acelerador durante tan sólo un segundo, el conductor se sentaría delante con nosotros dos, así que apreté los dientes y aceleré lo suficiente como para pasar al coche de la derecha y escapar al llamado carril lento. Ahí, conduje a unos razonables 160 km/h.

Al día siguiente todavía me estaba recuperando de esta experiencia. Habíamos conducido de Basel, donde Sandoz, la famosa compañía farmacéutica y química, tenía su sede central. De vuelta en Estados Unidos, llamé a Sandoz para organizar una entrevista. Normalmente, la gente a cargo de una compañía entiende inmediatamente por qué puedo estar interesado en verles, pero Sandoz era diferente. Me conectaron con un vicepresidente, y cuando le dije que quería visitar la compañía me preguntó: «¿Por qué?». «Quiero saber más sobre lo que hace para poder decidir si comprar más acciones», respondí. Una vez más, él preguntó: «¿Por qué?». «Bueno, porque

me gustaría estar totalmente al día», continué. «¿Por qué?», quería saber. «Porque si compro y el precio sube, puedo ganar dinero para los partícipes». «¿Por qué?», preguntó nuevamente, así que dije adiós. Nunca fui a ver a Sandoz aunque tiempo después escuché que había suavizado sus reglas para las visitas.

Continuamos por los Alpes hasta Italia y llegué a Milán, donde visité Montedison, otra compañía hidroeléctrica. En su sala de juntas de 300 años de antigüedad había un artilugio fascinante que hacía gotear agua al ritmo con la cantidad que de hecho estaba fluyendo por la presa. Además de Montedison, visité IFI, otra compañía en la zona al igual que el famoso mural de *La última cena*. También visité Olivetti. Probablemente soy uno de los pocos turistas que listaría a Montedison, IFI, Olivetti y *La última cena* como sus atracciones del norte de Italia favoritas.

Italia estaba sufriendo una elevada inflación y una política imposible, pero la tasa de inflación estaba bajando y los políticos estaban siendo más favorables a los negocios, y la gente había comenzado a comprar los alimentos en los supermercados. Me pareció que Italia en 1985 era muy similar a Estados Unidos en los años cuarenta y cincuenta, un lugar donde las compañías de electrodomésticos, las eléctricas, y los supermercados serían las compañías de rápido crecimiento del futuro.

Carolyn se fue a Venecia, donde no podía encontrar ninguna compañía que visitar (el Palacio Ducal y el Puente de los Suspiros todavía no cotizan en bolsa), así que fui a Roma, donde visité Stet y SIP. El 9 de octubre estábamos de nuevo juntos en Roma y nos embarcamos en el avión que nos llevó de regreso a Boston el día 10, donde rápidamente visité cuatro nuevas compañías: Comdisco, A. L. Williams, Citicorp y Montedison. Ésta era la misma Montedison que había visto una semana antes en Milán.

Este torbellino de viaje por Europa hizo que me perdiera el 25 aniversario de boda de mi jefe, Ned Johnson, pero la ausencia era por una buena causa. Las acciones que compré como resultado de mi excursión europea lo hicieron bien, comenzando con Volvo, Skandia y Esselte.

El 10 por ciento de los activos de Magellan estaban ahora invertidos en acciones extranjeras, y muchos retornos satisfactorios que obtuve de estas acciones ayudaron al fondo a mantener su ranking de número uno. Mis 11

primeras compras extranjeras, Peugeot, Volvo, Skandia, Esselte, Electrolux, Aga, Norsk Hydro, Montedison, IFI, Tobu Railway y Kinki Nippon Railway, generaron más de 200 millones de dólares en beneficios para los partícipes.

Las dos compañías ferroviarias japonesas me las recomendó George Noble, del fondo Overseas. Las investigué más en profundidad en otro viaje a Japón, que fue igual de frenético que la incursión europea, pero os ahorraré los detalles. Tobu Railway era la mayor ganadora de todas: 386 por ciento en cinco años. Desafortunadamente, era una pequeña posición, con tan sólo el 0,13 por ciento de los activos de Magellan invertidos.

### **Más allá de los 5.000 millones**

En 1984, Magellan había logrado una ganancia del 2 por ciento mientras que el S&P 500 había perdido un 6,27 por ciento. En 1985, las acciones de automóviles y las extranjeras habían contribuido a una ganancia del 43,1 por ciento. Mis mayores posiciones todavía eran bonos del Tesoro americanos y compañías de automóviles, con IBM dentro por algún motivo, que no podía ser uno bueno. También estaba comprando Gillette, Eaton, Reynolds, CBS, la antigua International Harvester (ahora Navistar), Sperry, Kemper, Disney, Sallie Mae, el New York Times Company y bonos australianos. Compré suficientes acciones de Smith Kline Beckman, Bank of New England, Metromedia y Loews como para que esas compañías aparecieran en el top 10. Entre las muchas acciones que desearía no haber estado comprando estaban One Potato Two, Eastern Airlines, Institutional Networks, Broadview Financial, Vie de France, Ask Computer, Wilton Industries y United Tote.

Otros 1.700 millones de dólares habían llegado al fondo en 1985, que se añadían a los otros 1.000 millones de 1984 y lo mismo para 1983. Los activos totales de Magellan igualaban ahora al producto nacional bruto de Costa Rica. Para absorber este dinero, estaba constantemente a la ofensiva, reevaluando la cartera, encontrando nuevas posiciones o construyendo la posición de las antiguas. Esto me lleva al Principio de Peter número 11:

**Las mejores acciones para comprar puede que sean las que ya tienes.**

Fannie Mae es un buen ejemplo. Durante la primera mitad de 1985, Fannie Mae era una de mis posiciones típicamente minoritarias, pero luego reevalué la historia (véase el capítulo 18) y descubrí que había mejorado de manera dramática. Incrementé la posición en Fannie Mae hasta el 2,1 por ciento del fondo. Todavía estaba parcialmente invertido en automóviles, a pesar de que Ford y Chrysler habían doblado o triplicado su precio, porque los ingresos estaban al alza y todas las señales fundamentales eran favorables. Pero pronto Fannie Mae tomó el relevo de Ford y Chrysler como la clave del éxito de Magellan.

En febrero de 1986, Magellan pasó la marca de los 5.000 millones en activos. Tenía que comprar más Ford, Chrysler y Volvo para mantener sus pesos en el fondo. También estaba comprando Middle South Utilities, Dime Savings, Merck, Hospital Corporation of America, Lin Broadcasting, McDonald's, Sterling Drug, Seagram, Upjohn, Dow Chemical, Woolworth, BrowningFerris, Firestone, Squibb, Coca-Cola Enterprises, Unum, DeBeers, Marui y Lonrho.

Las acciones extranjeras suponían ahora el 20 por ciento de la cartera, comenzando con Volvo, que durante la mayor parte del año fue la primera posición. Aparte de las compañías de automóviles, otras en el top 10 incluían el Bank of New England, Kemper, Squibb y Digital Equipment.

Una posición de 20 millones de dólares, igual que el tamaño total del fondo Magellan en 1976 era ahora insignificante. Para mover esta masa de millones, tenía que tener posiciones de 100 millones. Cada día iba por el listado en orden alfabético de las posiciones para decidir qué vender y qué comprar. La lista se hacía más y más larga, y las posiciones se hacían más y más grandes. Era consciente de esto intelectualmente pero todavía no lo comprendí hasta una semana particularmente frenética en el mercado, cuando estaba visitando el Parque Nacional de Yosemite.

Allí estaba, parado en la cabina telefónica mirando una cordillera, y dando el equivalente a las transacciones diarias a la mesa de operaciones. Después de dos horas, sólo había pasado de la A a la L.

Mis visitas a las compañías, tanto a nuestras oficinas como a las suyas o en seminarios de inversión, también habían escalado desde las 214 en 1980 a 330 en 1982, 489 en 1983, 441 en 1984, 463 en 1985 y 570 en 1986. Si esto



seguía así, supuse que estaría viendo una media de dos compañías al día en persona, incluyendo los domingos y las vacaciones.

Después de cinco años de vender, vender y vender, mi operadora de órdenes de venta, Carlene DeLuca, dejó la mesa de operaciones para casarse con el antiguo presidente de Fidelity, Jack O'Brien. En su último día en la oficina, decidimos dejarla hacer unas cuantas compras para saber lo que la otra parte vivía. No estaba preparada para esta extraña experiencia. Al otro lado del teléfono, un vendedor potencial le ofrecería acciones por, digamos, 24 dólares cada una, y Carlene aguantaría hasta los 24,50.

### **Un cambio táctico**

Magellan había subido un 23,8 por ciento en 1986, y otro 29 por ciento en la primera mitad de 1987. Con el mercado rondando hasta un máximo histórico de 2.722,42 en el Dow, y las manadas de inversores alcistas apareciendo en las portadas de las principales revistas del país, hice un cambio táctico relevante, el primero en cinco años. Tenía la sensación de que estábamos muy de lleno en la recuperación económica y que la gente que se iba a comprar coches nuevos ya lo había hecho, y los analistas que seguían las compañías de coches estaban haciendo proyecciones muy optimistas de ingresos que mis investigaciones me decían que no eran sostenibles. Comencé a reducir los coches y aumentar las compañías financieras, en particular Fannie Mae pero también las cooperativas de ahorro y préstamos.

Magellan se convirtió en un fondo de 10.000 millones en mayo de 1987. Este anuncio le daba más aliento a los detractores que predijeron que era demasiado grande para batir al mercado. No puedo cuantificar la contribución que los escépticos hicieron sobre mi rentabilidad, pero no dudo que fuese sustancial. Dijeron que mil millones era demasiado grande, luego 2 mil millones, 4, 6, 8 y 10.000 millones, y durante todo el tiempo estaba decidido a demostrarles que se equivocaban.

Otros grandes fondos habían cerrado las puertas a nuevos partícipes una vez que estos fondos habían llegado a cierto tamaño, pero Magellan permaneció abierto, e incluso esto era percibido como algo negativo. Los

críticos decían que era la forma de Fidelity de capitalizar mi reputación y atraer más comisiones.

En 1987 pude darme el gusto de que un fondo tan grande como el PIB de Suecia pudiera batir al mercado. También estaba exhausto del esfuerzo, y anhelaba pasar más tiempo con mi mujer que con Fannie Mae. Podía haber abandonado entonces, tres años antes de mi actual marcha, pero lo que me hizo quedarme fue la Gran Corrección.

No puedo fingir que la viese venir. Aquí teníamos el mercado, ampliamente sobrevalorado y listo para una caída de 1.000 puntos —una situación que es obvia en retrospectiva— y pese a ello con mi habitual clarividencia sobre la gran visión de conjunto, de alguna forma logré no verla. Entré en este traicionero tramo con todo invertido en acciones, casi sin efectivo. Apenas para anticipar el mercado.

Las buenas noticias eran que en agosto había reducido en las docenas de cooperativas de ahorro en las que había invertido el 5,6 por ciento de los activos del fondo. Me había empezado a dar cuenta (gracias también a Dave Ellison, nuestro experto en estas compañías) de que algunas de estas entidades estaban concediendo préstamos muy estúpidos. Las malas noticias eran que puse esos activos en otras acciones.

Antes de la Gran Corrección, Magellan había subido un 39 por ciento en el año, y yo estaba como loco por ello porque el S&P 500 había subido un 41 por ciento. Recuerdo a Carolyn diciendo, «¿Cómo te puedes quejar por quedarte rezagado sobre el mercado un 2 por ciento cuando has conseguido un 39 por ciento para los partícipes?». Como resultó ser, tenía razón y no debería de haberme enfadado, porque en diciembre estaba abajo un 11 por ciento. Esto nos trae al Principio de Peter número 12:

**Una cura segura para dar por hecho una acción es una gran caída de su precio.**

Mi propia historia gestionando las caídas de mercado comienza en el paraíso de un necio. Pocos meses después de haber tomado las riendas de Magellan, el mercado cayó un 20 por ciento, mientras que las acciones en el fondo de hecho subían un 7 por ciento. Este triunfo a corto plazo me convenció

de alguna forma de que era inmune a los reveses que suceden a los selectores de fondos. Esta fantasía duró sólo hasta la siguiente gran caída, del 11 de septiembre al 31 de octubre de 1978.

Esa caída fue imprevista, traída por un dólar más débil, una alta inflación, un congreso regateando sobre bajadas de impuestos y una Fed muy rígida con el dinero. Los bonos del Tesoro a corto plazo estaban pagando tipos de interés más altos que los bonos a largo plazo, una rara situación conocida como la curva de tipos invertida. El mercado cayó mucho y Magellan cayó todavía más. Esto era el comienzo de una tendencia real que duró el resto de mi carrera como gestor de fondos: siempre que el mercado lo hacía mal, Magellan lo hacía peor.

Durante nueve grandes caídas, incluida la grande de 1987, este patrón persistió. Las acciones en el fondo perderían más que la acción media, y luego batirían al mercado en la recuperación. Intenté preparar a los partícipes de esta mayor volatilidad en los informes anuales de Magellan. Quizá hay algo de justicia poética en el hecho de que las acciones que más te aportan a largo plazo te dan los mayores sobresaltos y sacudidas a corto plazo.

Estaba encantado de que 1987 hubiera pasado. Era una especie de triunfo ver a Magellan de nuevo con una ganancia del 1 por ciento y mantener la serie de diez años consecutivos de ganancias. También había batido al fondo de renta variable medio en cada uno de esos diez años. Y una vez más, el rebote de Magellan había superado al del mercado.

La Gran Corrección había resuelto temporalmente los problemas de tamaño de Magellan. Lo que era un fondo de 11.000 millones en agosto se había convertido en un fondo de 7.200 millones en octubre. EL PIB de Costa Rica se había perdido en una semana.

En *Un paso por delante de Wall Street*, describí como estaba jugando al golf en Irlanda cuando la calamidad ocurrió. Tuve que vender muchas acciones para obtener capital para pagar a los partícipes que se asustaron. Magellan tuvo 689 millones de dólares de suscripciones en octubre y 1.300 millones en reembolsos, revertiendo una tendencia de cinco años. Los vendedores sobrepasaban a los compradores por dos a uno, pero la mayoría de los inversores de Magellan permanecieron y no hicieron nada. Vieron la Gran Corrección como lo que era y no como el inicio del fin de la civilización.

Era el final de la civilización para algunos inversores que tenían acciones a crédito por ejemplo, pedían dinero prestado a las compañías de corretaje para comprarlas. Estas personas veían sus carteras evaporarse cuando las compañías de corretaje vendían sus acciones, a menudo a precios en mínimos, para pagar sus préstamos. Era la primera vez que realmente comprendí el riesgo de comprar con un margen.

Mis operadores vinieron a trabajar un domingo para preparar la venta masiva que se predecía para el Lunes Negro. Fidelity había estado todo el fin de semana planeando qué hacer. Había incrementado mi posición de liquidez a un nivel relativamente alto (20 veces más que el previamente mayor reembolso de un solo día) antes de irme a Irlanda. Esto no fue suficiente. Un diluvio de órdenes de reembolso llegó por teléfono. Me vi forzado a vender una porción del fondo el lunes y otra parte el martes. Así que justo en el momento preciso que habría querido ser un comprador tenía que ser un vendedor.

En este sentido, los partícipes juegan un rol fundamental en el éxito o fracaso del fondo. Si son imperturbables y se niegan a entrar en pánico en situaciones aterradoras, el gestor del fondo no tendrá que liquidar sus acciones a precios infravalorados de cara a pagarles de vuelta su dinero.

Después de que el mercado se estabilizara, Ford seguía siendo mi principal posición, seguida de Fannie Mae y Merck, y luego Chrysler y Digital Equipment. Las que mejor rendimiento tuvieron en el rebote inmediato fueron las cíclicas. Chrysler, por ejemplo, subió de un mínimo de 20 a 29 dólares, y Ford de 38,25 a 56 <sup>5</sup>/<sub>8</sub> dólares. Pero la gente que se mantuvo con estas cíclicas pronto estaba decepcionada. Tres años después, en 1990, Chrysler se vendía por 10 dólares y Ford por 20, menos de la mitad por lo que se vendieron en 1987.

Es importante salir de una cíclica en el momento adecuado. Chrysler es un ejemplo de lo rápido que las cosas pueden empeorar. La compañía ganaba 4,66 dólares por acción en 1988 y la gente estaba esperando otros 4 dólares en 1989. En vez de eso, Chrysler ganó poco más de 1 dólar en 1989, 30 céntimos en 1990 y en 1991 perdió mucho dinero y entró en números negativos. Todo lo que podía ver por todas partes era decepción. Vendí.

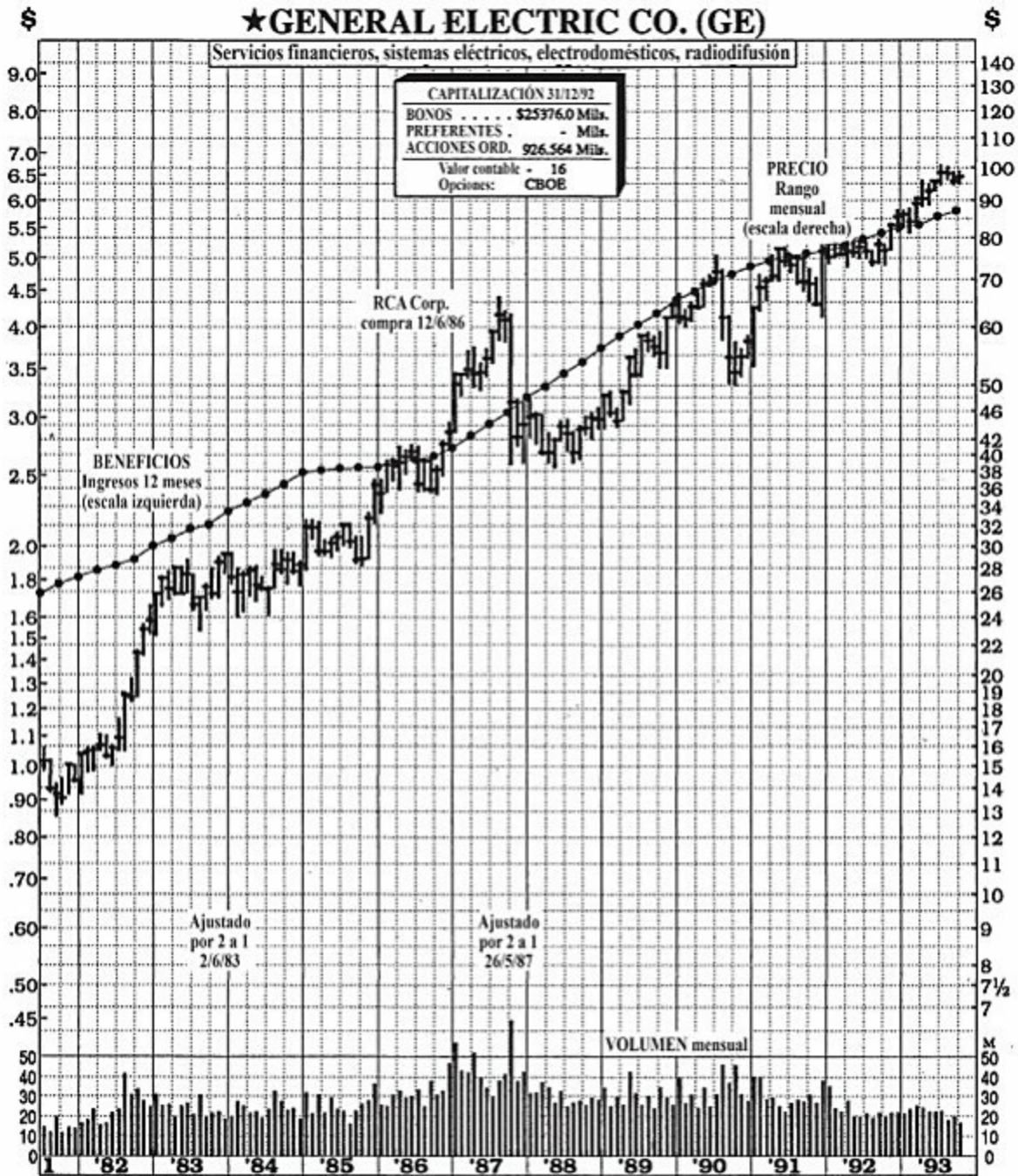
Varios analistas de Wall Street estaban señalando a Chrysler durante su caída. Mi estimación más optimista para los beneficios de Chrysler, que pensaba que podían ser increíblemente optimistas en primer lugar, estaba por debajo de la estimación más pesimista de Wal Street. Mi mejor estimación eran 3 dólares por acción, mientras que algunos analistas estimaban 6 dólares. Cuando tu mejor escenario resulta ser peor que el peor escenario de todo el mundo, tienes que preguntarte si la acción está flotando sobre fantasías.

Las acciones ganadoras de la corrección posterior resultaron ser las compañías de crecimiento, no las cíclicas. Afortunadamente, fui capaz de sacar el dinero de las compañías de automóviles y ponerlo en compañías con negocios de alta calidad y sólidos balances financieros, incluyendo Philip Morris, RJR Nabisco, Eastman Kodak, Merck y Atlantic Richfield. Philip Morris se convirtió en la segunda mayor posición. También compré las suficientes acciones de General Electric como para invertir el 2 por ciento del fondo.

(Dos por ciento no era suficiente. El valor de mercado de General Electric era el 4 por ciento del valor global del mercado, así que teniendo sólo un 2 por ciento en Magellan estaba de hecho apostando contra la compañía que me gustaba y recomendaba. Esta anomalía me la hizo ver Morris Smith, mi sucesor).

Aquí hay otro ejemplo de cuán egoísta es estereotipar a las compañías poniéndolas en categorías. General Electric era ampliamente vista como una compañía de tipo *blue chip* con elementos cíclicos y no como una compañía de crecimiento. Pero mire la Gráfica 6-1. Puedes suponer fácilmente que esto podría ser el rastro que deje en la carretera una compañía de crecimiento como Johnson & Johnson.

#### GRÁFICA 6-1



Cortesía de: Securities Research Co.  
 A Division of Babson-Talbot Investment Advisors, Inc.  
 181 Prescott Street, Wellesley Hills, Ma. 02181-3319

De la papelerera de gangas, también comencé a recoger las compañías de servicios financieros caídas en desgracia, incluyendo varias compañías de fondos de inversión, que habían sido golpeadas en el mercado porque Wall Street se preocupaba por un éxodo masivo de los fondos de renta variable.

Magellan tuvo una ganancia del 22,8 por ciento en 1988 y una ganancia del 34,6 por ciento en 1989, batiendo el mercado de nuevo en 1990 cuando dimití. También había batido al fondo medio durante los trece años de mi ejercicio.

En mi último día en la oficina, Magellan tenía 14.000 millones en activos, de los que 1.400 millones era liquidez, lo aprendí de la Gran Corrección, no salgas de casa sin ella. Había aumentado las posiciones en grandes compañías aseguradoras con ingresos estables: AFLAC, General Re, Primerica. Había fortalecido las compañías farmacéuticas y también los contratistas de defensa como Raytheon, Martin Marietta y United Technologies. Las acciones de defensa habían sufrido en el mercado porque Wall Street se preocupaba de que la *glasnost* traería la paz a la tierra, un miedo que era ampliamente exagerado, como de costumbre.

Continué minimizando las cíclicas (papel, químicas, acero), a pesar de que algunas parecían baratas, porque mis fuentes en varias compañías me decían que el negocio no iba bien. Tenía un 14 por ciento del fondo invertido en acciones extranjeras. Había añadido a suministros hospitalarios, tabaco y comercio minorista, y por supuesto Fannie Mae.

Fannie Mae siguió donde Ford y Chrysler lo habían dejado. Cuando el 5 por ciento de una cartera está invertida en una acción que se multiplica por cuatro en dos años, esto hace maravillas para la rentabilidad del fondo. En cinco años, Magellan hizo un beneficio de 500 millones de dólares con Fannie Mae, mientras que todos los fondos de Fidelity combinados hicieron más de 1.000 millones. Esto puede ser un récord histórico de beneficios para una compañía de una sola acción.

La segunda mayor ganadora para Magellan fue Ford (199 millones de 1985 a 1989), seguida de Philip Morris (111 millones), MCI (92 millones), Volvo (79 millones), General Electric (76 millones), General Public Utilities (69 millones), Student Loan Marketing (65 millones), Kemper (63 millones) y Loews (54 millones).

---

---

**TABLA 6-1 Las 50 acciones más importantes  
de Magellan (1977-1990)**

---

---

Alza Corporation  
BankAmerica  
Boeing  
Cardinal Distribution  
Chrysler  
Circuit City  
Circus Circus  
Coca-Cola  
Comerica  
Congoleum  
Cooper Tire  
Cracker Barrel Old Country Store  
Dunkin' Donuts  
Envirodyne  
Federal National Mortgage Association  
Ford Motor Company  
General Public Utilities  
Gillette  
Golden Nugget  
Great Atlantic & Pacific  
Great Lakes Chemical  
International Lease Finance  
King World Productions  
La Quinta Motor Inns  
MCI Communications  
Medco Containment  
Metromedia  
NBD Bancorp  
Owens-Corning Fiberglas  
Pep Boys-Manny, Moe & Jack  
Pepsico  
Philip Morris  
Pic 'N' Save  
Reebok International  
Rogers Communications  
Royal Dutch  
Sbarro  
Service Corporation International  
Shaw Industries



Skandia  
Stop & Shop  
Stride Rite  
Student Loan Marketing  
Taco Bell  
Teléfonos de México  
Telephone and Data Systems  
Telerate  
Unilever  
Volvo  
Zayre

De entre estas nueve ganadoras de siempre había dos fabricantes de coches, una tabaquera y una compañía de comida, un conglomerado de una tabaquera y una aseguradora, una compañía de suministro eléctrico que tuvo un accidente, una compañía telefónica, una compañía financiera diversificada, una compañía de entretenimiento y una compañía que compra préstamos universitarios. Éstas no eran todas compañías de crecimiento, o cíclicas, o acciones de valor, pero todas juntas hicieron 808 millones de dólares para el fondo.

Aunque no habría sido posible comprar suficientes acciones pequeñas como para afectar la rentabilidad de Magellan, entre 90 y 100 de ellas puestas todas juntas podían y de hecho lo hicieron, marcar la diferencia. Había muchas compañías que multiplicaron por 5 y algunas por 10 entre las acciones pequeñas, y las que lo hicieron mejor en mis últimos cinco años fueron Rogers Communications Inc., que lo hizo por 16; Telephone and Data Systems, por 11; y Envirodyne Industries, Cherokee Group y King World Productions, que todas ellas multiplicaron por 10.

**TABLA 6-2 Las 50 acciones de bancos más importantes  
de Magellan (1977-1990)**

---

SouthTrust (AL)  
BankAmerica (CA)  
Wells Fargo (CA)  
Wilmington Trust (DE)

Landmark Banking (FL)  
Southwest Florida (FL)  
First Atlanta (GA)  
First Railroad & Banking (GA)  
SunTrust (GA)  
Bancorp Hawaii (HI)  
West One (ID)  
Harris Bankcorp (IL)  
Northern Trust (IL)  
American Fletcher (IN)  
Merchants National (IN)  
First Kentucky (KY)  
First Maryland (MD)  
Union Trust (MD)  
State Street Bank & Trust (MA)  
Comerica (MI)  
First of America (MI)  
Manufacturers National (MI)  
NBD Bancorp (MI)  
Old Kent Financial (MI)  
Norwest Corporation (MN)  
Boatmen's Bancshares (MO)  
Centerre Bancorporation (MO)  
Bank of New York (NY)  
First Empire State (NY)  
Irving Bank & Trust (NY)  
KeyCorp (NY)  
Marine Midland (NY)  
NCNB (NC)  
Fifth Third Bank (OH)  
Huntington Bank (OH)  
National City (OH)  
Society Corporation (OH)  
Continental Bank (Norristown) (PA)  
CoreStates Financial (PA)  
Dauphin Deposit (PA)  
Girard Bank & Trust (PA)  
Meridian Bank (PA)  
PNC Financial (PA)

Fleet/Norstar (RI)  
South Carolina National (SC)  
First American (TN)  
Third National (TN)  
Signet Bank (VA)  
Sovran Bank (VA)  
Marshall & Isley (WI)

**TABLA 6-3 Las 50 acciones de compañías minoristas  
de Magellan (1977-1990)**

---

Pic 'N' Save – minorista de descuento  
Dollar General – minorista de descuento  
Service Merchandise – minorista de  
descuento  
Wal-Mart – minorista de descuento  
Zayre – minorista de descuento  
Family Dollar – minorista de descuento  
TJX Companies – minorista de descuento  
K mart – minorista de descuento  
Michaels Stores – artesanía de  
descuento  
Del Haize (Food Lion) – supermercados  
Albertson's – supermercados  
Stop & Shop – supermercados y minorista  
de descuento  
Great A&P – supermercados  
Lucky Stores – supermercados  
American Stores – supermercados  
Gottschalks – grandes almacenes  
Dillard – grandes almacenes  
J. C. Penney – grandes almacenes

May – grandes almacenes  
Mercantile Stores – grandes almacenes  
Merry-Go-Round – ropa  
Charming Shoppes – ropa  
Loehmann's – ropa

Children's Place – ropa  
Gap – ropa  
Circuit City – electrodomésticos  
The Good Guys – electrodomésticos  
Sterchi Brothers – muebles  
Helig-Myers – muebles  
Pier 1 Imports – equipamiento de hogar  
Edison Brothers – diversificada  
Woolworth – diversificada  
Melville – diversificada  
Sterling – joyería  
Jan Bell Marketing – joyería

Costco – club de venta al por mayor  
Pace Membership – club de venta al por mayor

House of Fabrics – máquinas de coser  
Hancock Fabrics – máquinas de coser  
Transworld Music – discos de música  
Toys "R" Us – juguetes  
Office Depot – hipermercado para oficinas  
Pep Boys – Manny, Moe & Jack – repuestos de automóvil  
Walgreen – farmacias  
Home Depot – suministros de construcción

CPI Corporation – tiendas de fotos  
Pearle Health – cuidado de ojos  
Herman's – artículos deportivos  
Sherwin-Williams – pintura, etc.  
Sushine, Jr. – tiendas de conveniencia

King World es una de esas compañías cuyo éxito era obvio para millones de personas en América, todo aquel que viera televisión. Tenía los derechos de «La rueda de la fortuna» y «Jeopardy!». Un analista de Wall Street me habló de King World en 1987, y pronto después llevé a mi familia a ver una grabación de «La rueda de la fortuna» y para ver a Vanna White. Ha habido un montón de estrellas de cine mudo pero Vanna es la única estrella de televisión

muda que creo recordar. King World también tenía los derechos de un programa de entrevistas popular presentado por alguien cuyo nombre pensaba que era Winfrac Oprey.

Hice algo de investigación y aprendí que los concursos en general tienen una duración de 7 a 10 años. Éste es un negocio de hecho muy estable, mucho más estable que los microchips. «Jeopardy!», otra producción de King World, había estado en emisión durante 25 años, pero tan sólo estaba en su cuarto año en hora de máxima audiencia. «La Rueda de la Fortuna», el programa más valorado de la televisión, estaba en su quinta. Winfrac Oprey estaba en ascenso. Al igual que lo estaba la acción de King World.

### **Dinero bueno tras dinero malo**

Hubo cientos de perdedores en la cartera de Magellan, para acompañar a los ganadores que acabo de describir. Tengo una lista de ellos que dura varias páginas. Afortunadamente, no eran mis mayores posiciones. Éste es un aspecto importante de la gestión de carteras, contenerte con las pérdidas.

No hay que avergonzarse por perder dinero en una acción. Todo el mundo lo hace. Lo que es vergonzoso es permanecer con una acción, o peor, comprar más de ella, cuando los fundamentales se están deteriorando. Eso es lo que intenté evitar hacer. Aunque tenía más acciones que habían perdido dinero que acciones que habían multiplicado por 10, no continué añadiendo a las perdedoras a medida que se acercaban al concurso de acreedores. Esto me lleva al Principio de Peter número 13:

### **Nunca apuestas por una recuperación mientras estén tocando Taps.<sup>15</sup>**

Mi mayor perdedora de todos los tiempos fue Texas Air: 33 millones de dólares. Podía haber sido peor si no hubiese estado vendiendo en la caída. Otro error fue el Bank of New England. Obviamente, había sobreestimado sus perspectivas futuras e infraestimado los efectos de la recesión en Nueva Inglaterra, pero cuando la acción cayó a la mitad, de 40 a 20 dólares, empecé a realizar mis pérdidas. Estaba completamente fuera en 15 dólares.

Mientras tanto, toda la gente de Boston, muchos de los cuales eran inversores sofisticados, me estaban recomendando comprar Bank of New England al precio ganga de 15 dólares, luego a 10, y cuando la acción llegó a 4 dijeron que era una oportunidad estupenda que no podía ser ignorada. Me recordé a mí mismo que no importa cuánto pagues por una acción, si se va a cero has perdido el ciento por ciento de tu dinero.

Uno de los indicios de los serios problemas que tenía el banco era el comportamiento de sus bonos. Esto normalmente suele ser un aviso de las verdaderas dimensiones del desastre. Que el valor de la deuda senior del Bank of New England hubiera caído desde par (100 dólares) hasta por debajo de 20 dólares era una gran llamada de atención.

Si una compañía resulta ser solvente, sus bonos valdrán 100 dólares. Así que cuando los bonos se venden por tan sólo 20 céntimos, el mercado de bonos está intentando decirnos algo. El mercado de bonos está dominado por inversores conservadores que siguen muy de cerca la capacidad de una compañía de repagar el principal. Dado que los bonos vienen antes que las acciones en la cola de demandantes sobre los activos de una compañía, puedes estar seguro de que cuando los bonos se venden por casi nada, la acción valdrá todavía menos. Éste es un consejo fruto de mi experiencia: antes de invertir en una compañía inestable de precio bajo, mira lo que está pasando en el precio de los bonos.

También cerca del top de mi lista de perdedores está First Executive, 24 millones de dólares; Eastman Kodak, 13 millones; IBM, 10 millones, Mesa Petroleum, 10 millones, y Neiman-Marcus Group, 9 millones. Incluso logré perder dinero en Fannie Mae en 1987, un año negativo para la acción, y en Chrysler en 1988-1989, pero había reducido mis posiciones en Chrysler a menos del 1 por ciento del fondo por aquel entonces.

Las cíclicas son como el Blackjack: permanece lo suficiente en el juego y estás condenado a perder todas tus ganancias.

Por último, me di cuenta sin una sorpresa particular que mis perdedores más consistentes eran las acciones tecnológicas, incluyendo los 25 millones de dólares de caída que perdí en Digital en 1988, además de cantidades menores en Tandem, Motorola, Texas Instruments, EMC (un proveedor de periféricos informáticos), National Semiconductor, Micron Technology, Unisys, y por

supuesto, el tipo perenne respetable en todas las carteras, IBM. Nunca tuve mucho instinto por la tecnología, pero eso no me detuvo de verme ocasionalmente atrapado en ella.

## Arte, ciencia y trabajo de campo

Lo que sigue en aproximadamente 160 páginas es una crónica de las llamadas, especulaciones y cálculos que me llevaron a los 21 valores que recomendé en 1992 en *Barron's*. El hecho de que esta sección sea tan larga como lo es evidencia que la selección de acciones no se puede reducir a una fórmula sencilla o a una receta que garantice el éxito.

La selección de acciones es a la vez un arte y una ciencia, pero demasiado de cualquiera de ellas es algo peligroso. Una persona embriagada por la medición, que tiene su cabeza pegada en la arena del balance de situación, es probable que no tenga éxito. Si se pudiese adivinar el futuro del balance de situación, entonces los matemáticos y contables serían las personas más ricas del mundo hoy en día.

Una fe errónea en las mediciones ha demostrado ser dañino desde Tales, el filósofo griego que estaba tan decidido a contar las estrellas que no paraba de caerse en los del camino.

Por el contrario, la selección de acciones como un arte puede ser igual de poco gratificante. Por arte me refiero al ámbito de la intuición y la pasión y la química del lateral derecho del cerebro en donde la parte artística suele residir. En lo que concierne al artista, encontrar una inversión ganadora es una cuestión de maña y de seguir un presentimiento. La gente con maña gana dinero, la gente que no la tiene siempre lo pierde. Ahondar en esto es inútil.

Aquellos que sostienen esta opinión tienden a validarla negándose a estudiar y «jugar» al mercado, lo que resulta en más pérdidas, lo que refuerza la idea de que les falta maña. Una de sus excusas favoritas es que «una acción



es como una mujer, nunca puedes entender a una». Esto es injusto para las mujeres (¿quién quiere ser comparado con una acción de Union Carbide?) y para las acciones.

Mis métodos de selección de acciones, que utilizan elementos de arte y ciencia además de trabajo de campo, no han cambiado en veinte años. Tengo un Quotron, pero no la impresionante estación de trabajo que muchos gestores de fondos están utilizando, que indica lo que cada analista en el universo está diciendo sobre cada compañía, elabora detallados gráficos técnicos, y por lo que sé también permite jugar juegos de guerra con el Pentágono y al ajedrez con Bobby Fischer.

Los inversores profesionales no están entendiendo la cuestión. Se están peleando por comprar servicios como Bridge, Shark, Bloomberg, First Call, Market Watch y Reuters para averiguar qué es lo que los otros inversores profesionales están haciendo cuando deberían estar pasando más tiempo en el centro comercial. Un montón de software no vale para nada si no has hecho los deberes más básicos sobre las compañías. Confíe en mí, Warren Buffett no utiliza estas cosas.

En paneles anteriores de *Barron's*, mi entusiasmo por las acciones me había generado pasarme de la raya con las recomendaciones, empezando en 1986, cuando recomendé más de 100, un récord que se mantuvo hasta el año siguiente, cuando recomendé 226, provocando que Alan Abelson dijera: «Quizá deberíamos haberte preguntado lo que no te gusta». En el panel de 1988, el más pesimista hasta la fecha, mostré cierto escepticismo y recomendé 122, o 129 si cuentas las Siete «Baby Bells»<sup>16</sup> por separado. «Eres un comprador de oportunidad equitativa».

En 1989, mostré mayor contención y tan sólo mencioné 91 de mis favoritas, lo que todavía era lo suficientemente alto como para que *Barron's* dijera, «Nos encontramos de nuevo en la posición de quizá tener que preguntarte lo que no te gusta; es una lista más corta». En 1990 reduje el número todavía más hasta 73.

Siempre he creído que buscar compañías es como buscar gusanos entre las rocas: si das la vuelta a diez rocas probablemente encuentres un gusano; si das la vuelta a veinte rocas encontrarás dos. Durante el período de cuatro

mencionado anteriormente, tuve que dar la vuelta a miles de rocas cada año para encontrar los suficientes gusanos nuevos para añadir a la sobredimensionada colección del fondo de Magellan.

El cambio en mis estatus de selector de acciones a tiempo completo a selector a tiempo parcial provocó que redujera mis recomendaciones a 21 compañías en 1991 y a 21 de nuevo en 1992. Dado que me había involucrado más con mi familia y con mi trabajo con organizaciones benéficas, tenía tiempo para dar la vuelta a unas pocas rocas.

Esto estaba bien para mí, puesto que el selector de acciones a tiempo parcial no necesita encontrar 50 o 100 acciones ganadoras. Tan sólo requiere un par de ganadoras en una década para hacer que merezca la pena el esfuerzo. El pequeño inversor puede seguir la Regla del Cinco y limitar la cartera a 5 sujetos. Si solamente uno de ellos resulta ser una que multiplique por 10 y las otras 4 en su conjunto no van a ninguna parte, todavía has conseguido triplicar tu dinero.

## **El mercado sobrevalorado**

Para el momento en el que la mesa redonda fue convocada de nuevo en enero de 1992, las acciones del Dow habían disfrutado de una gran subida a un máximo anual de 3.200 puntos, y abundaba el optimismo. Dentro de una atmósfera festiva que rodeaba una reciente subida de 300 puntos del Dow en tres semanas, fui la persona más desalentada en el panel. Siempre estoy más desalentado por un mercado sobrevalorado en donde muchas acciones están alcanzando nuevos máximos históricos cada día que un mercado castigado en una recesión.

Entiendo que las recesiones tarde o temprano acaban siempre, y en un mercado castigado hay gangas por todas partes en donde observes, pero en un mercado sobrevalorado es difícil encontrar nada que merezca la pena comprar.

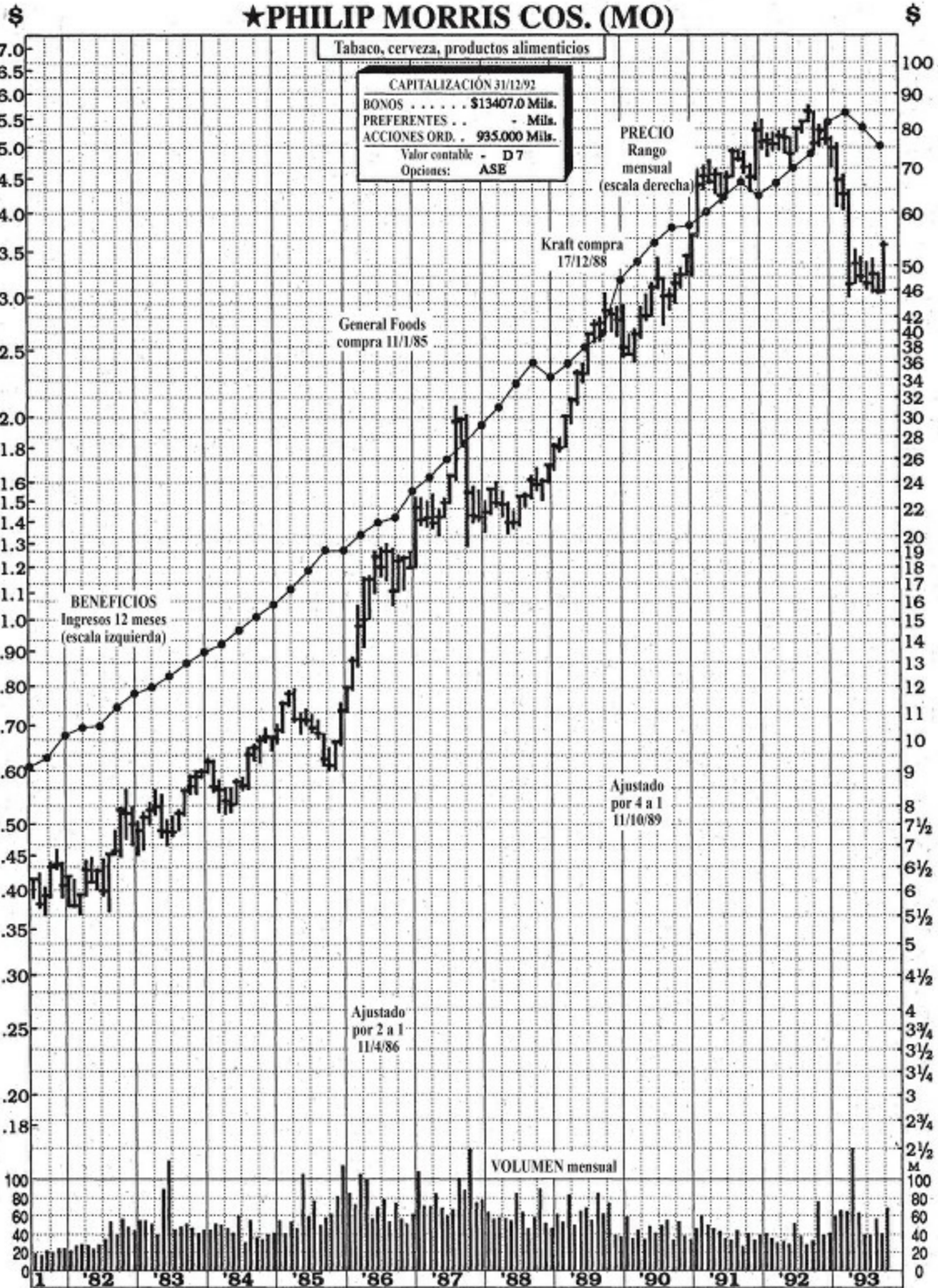
Por tanto, el selector de acciones devoto está más contento cuando el mercado cae 300 puntos que cuando sube en la misma magnitud.

Muchas de las acciones grandes, especialmente compañías de alto crecimiento como Philip Morris, Abbott, Wal-Mart y Bristol-Myers, habían subido de precio hasta el punto en el que se habían desviado de sus líneas de ingresos, como muestran las Gráficas 7-1, 7-2, 7-3 y 7-4. Esto era una mala señal.

Las acciones que cotizan por encima de sus líneas de ingresos tienen la costumbre de moverse hacia los lados (es decir, «tomarse un respiro») o de caer en precio hasta que vuelven a valoraciones más razonables. Un vistazo a estas gráficas me hizo sospechar que las tan agitadas acciones de crecimiento que eran las campeonas de 1991 no harían nada o se moverían lateralmente en 1992, incluso en un buen mercado. En un mercado malo, podrían sufrir caídas del 30 por ciento. Le dije al panel de *Barron's* que en mi lista de oraciones, la Madre Teresa tenía que ser desplazada. Estaba más preocupado por las acciones de crecimiento.

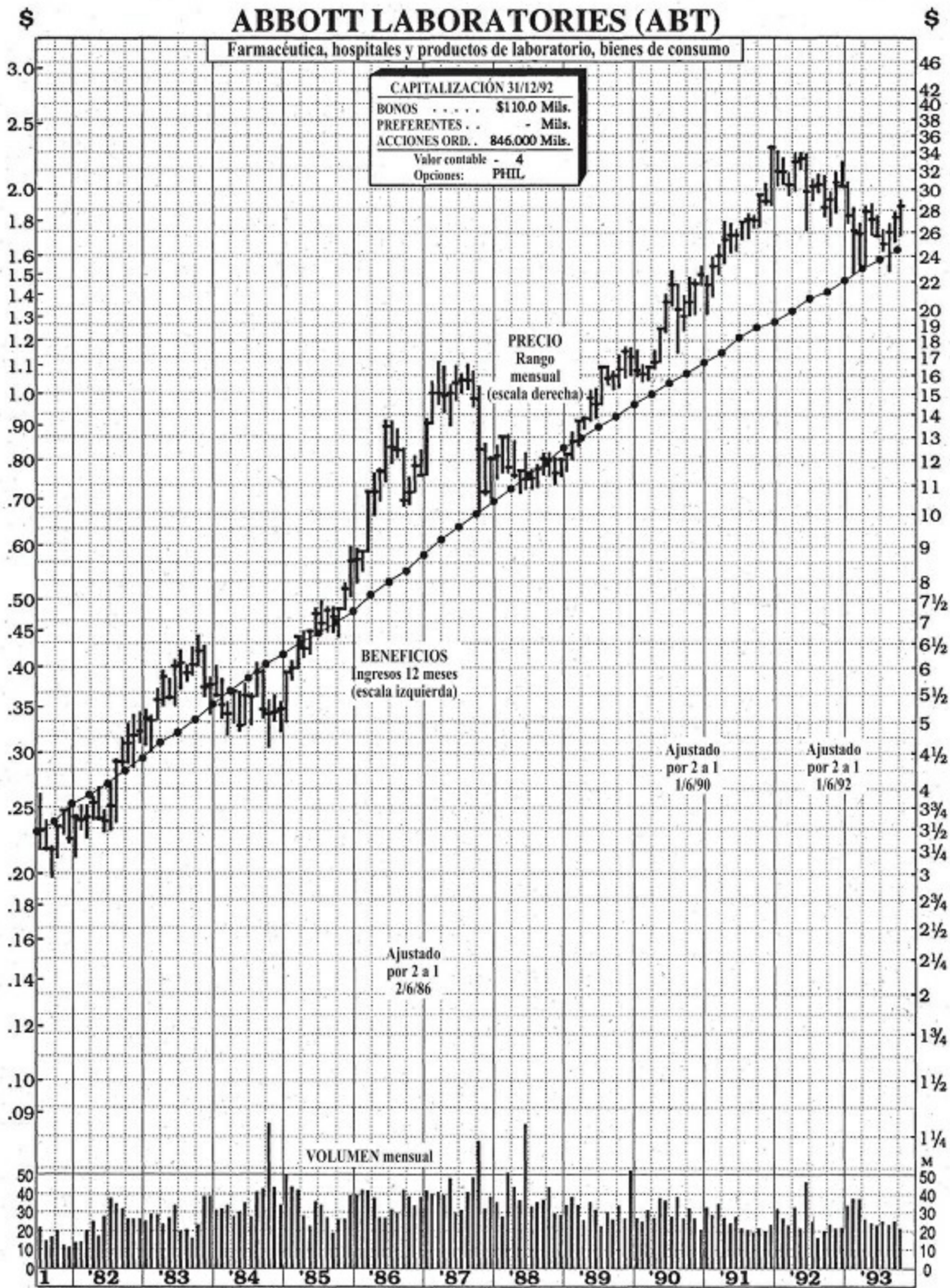
No hay manera más rápida para decir si una gran acción de crecimiento está sobrevalorada, infravalorada o cotizada a precios razonables que mirando un libro de gráficos (disponibles en librerías o en las oficinas de los brókers). Compra acciones cuando el precio está al nivel o por debajo de la línea de ingresos, y no cuando la línea de precios diverja hacia la zona peligrosa, muy por encima de la línea de ingresos.

#### GRÁFICA 7-1

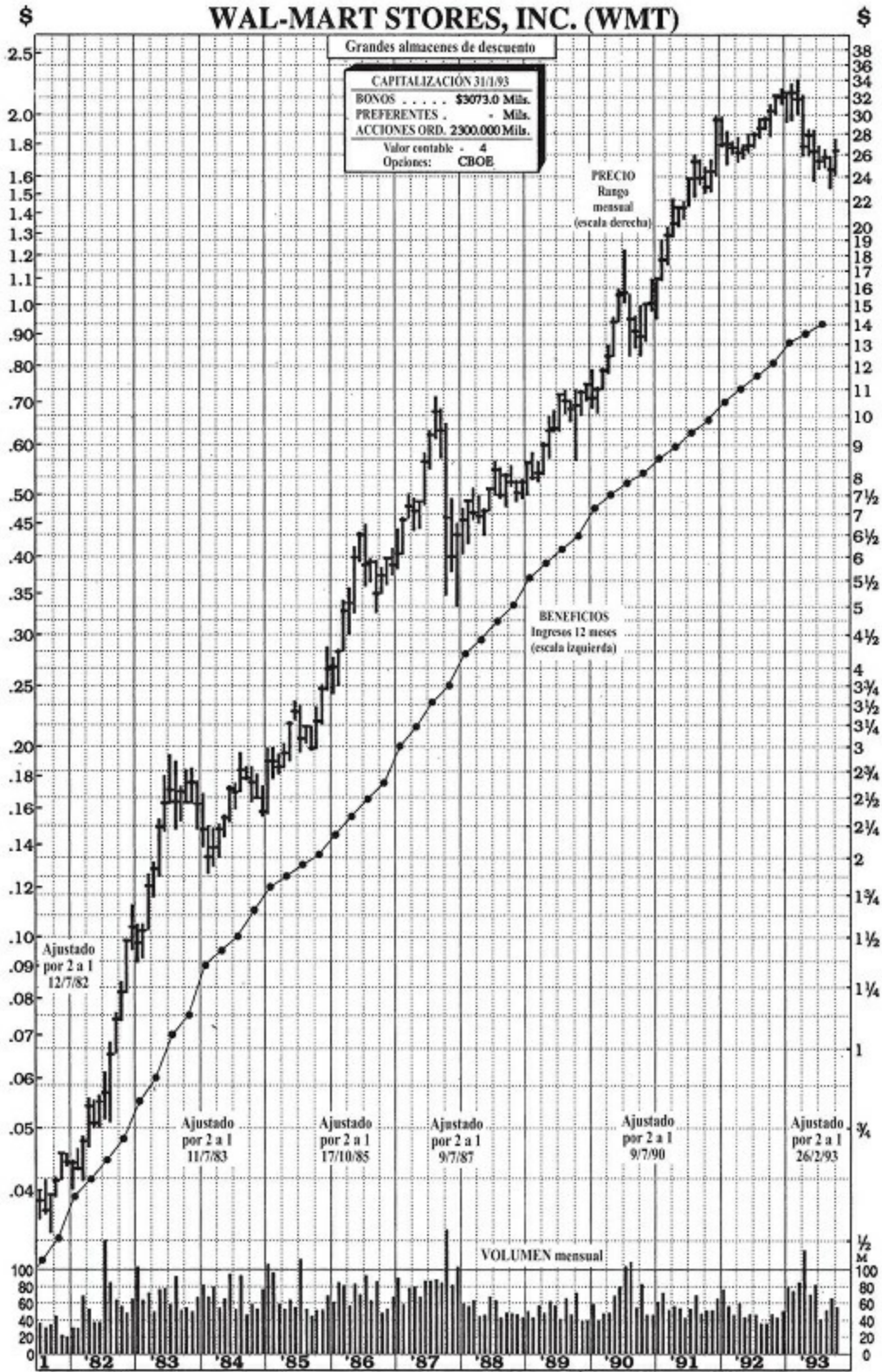


Cortesía de: Securities Research Co.  
A Division of Babson United Investment Advisors, Inc.  
101 Prescott Street, Wellesley Hills, Ma. 02181-3519

# GRÁFICA 7-2

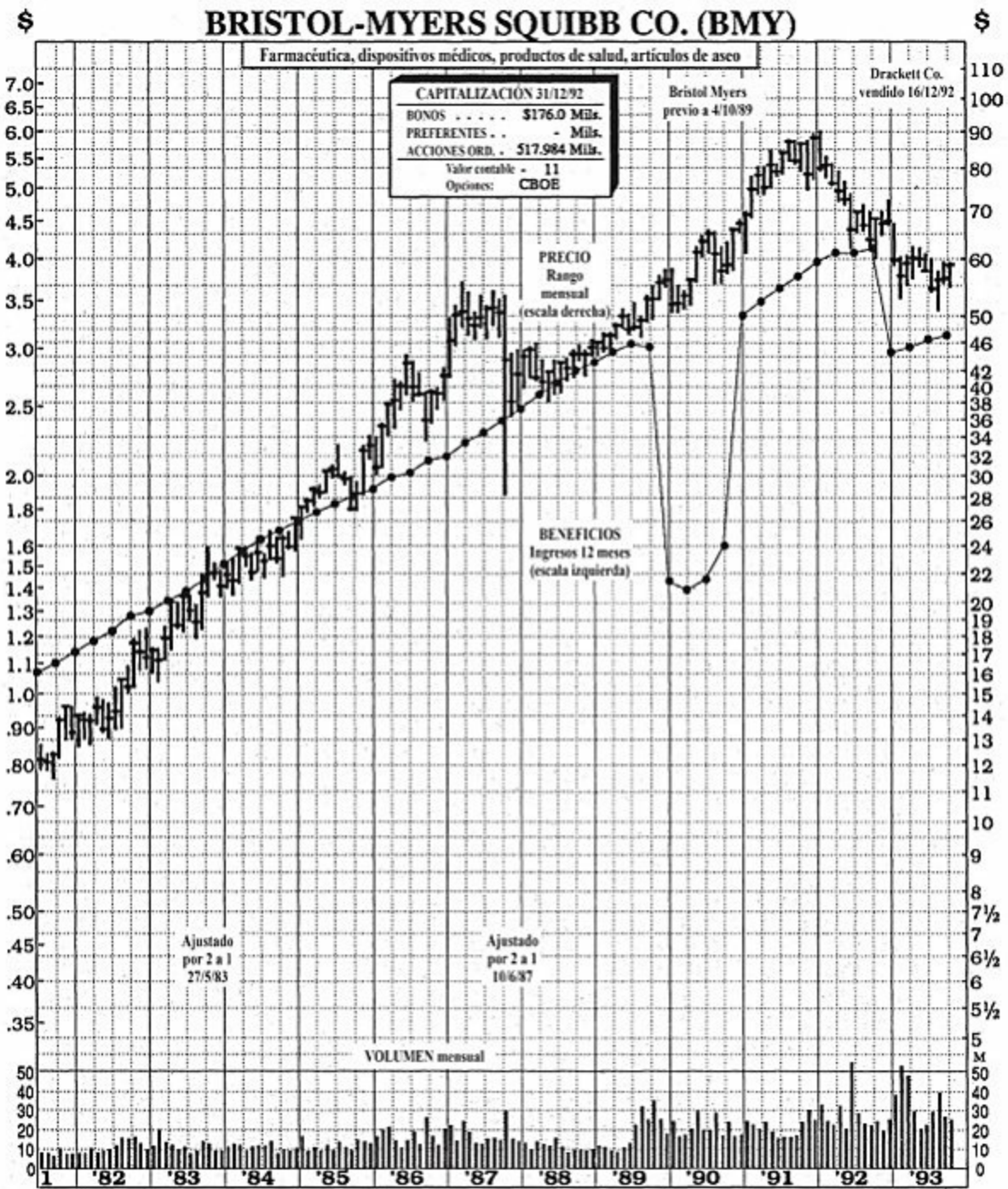


## GRÁFICA 7-3



Courtesy of: Securities Research Co.  
 A Division of Babson-United Investment Advisors, Inc.  
 301 Prescott Street, Wellesley Hills, Ma. 02180-3319

GRÁFICA 7-4



El Dow y el S&P 500 también habían alcanzado niveles muy caros en relación con el valor contable, los ingresos y otras métricas comunes, pero muchas de las acciones pequeñas no lo habían hecho. Al final del otoño, que



siempre es cuando empiezo a hacer mis deberes de *Barron's*, la venta anual por motivos fiscales de los inversores desencantados lleva el precio de las acciones pequeñas a mínimos patéticos.

Podrías ganarte bien la vida comprando acciones de la lista de mínimos de noviembre y diciembre durante dicho período y mantenerlas durante enero, cuando los precios siempre parecen rebotar. Este efecto enero, tal y como se le conoce, es especialmente poderoso con las compañías más pequeñas, que en los últimos sesenta años han aumentado un 6,86 por ciento en precio sólo en ese mes, mientras que las acciones en general sólo han subido un 1,6 por ciento.

Las acciones pequeñas son donde esperaba encontrar gangas en 1992. Pero antes de comenzar a explorar el universo de compañías pequeñas, presté atención a las compañías que había recomendado a los lectores de *Barron's* en 1991.

¡No elijas una compañía nueva y diferente sólo para darte otro nombre más que mirar en el periódico u otro símbolo que ver en la CNBC! De lo contrario, acabarás con demasiadas acciones y no recordarás por qué compraste cualquiera de ellas.

Involucrarse con un número manejable de compañías y confinar las compras y ventas a éstas no es una mala estrategia. Una vez que has comprado una acción, presumiblemente has aprendido algo de la industria y de la posición de la compañía dentro de ella, cómo se comporta en las recesiones, qué factores afectan a sus ingresos, etc. Inevitablemente, un escenario pesimista provocará un retroceso general del mercado bursátil, tus viejas favoritas volverán a convertirse en gangas, y las puedes añadir a tu inversión.

La práctica más habitual de comprar, vender y olvidarse de una retahíla de compañías no es probable que tenga éxito. Pese a ello, muchos inversores continúan haciendo esto. Quieren poner sus acciones antiguas fuera de su cabeza, porque una acción antigua evoca un recuerdo doloroso. Si no perdieron dinero con ella por vender demasiado tarde, entonces perdieron dinero con ella por vender demasiado pronto. De cualquier forma, es algo que hay que olvidar.

Con una acción que ya has tenido, especialmente una que ha subido desde que la vendiste, está en la naturaleza humana evitar mirar la cotización en las páginas financieras, de la manera en la que evitas sigilosamente a un viejo conocido en el supermercado. Conozco a gente que lee las tablas de cotizaciones con los dedos sobre sus ojos, para protegerse del shock emocional de ver que Wal-Mart se ha doblado desde que las vendieron.

Las personas tienen que entrenarse para superar esta fobia. Después de gestionar Magellan, estoy obligado a involucrarme con acciones que he tenido anteriormente, porque de lo contrario no habría nada restante para comprar. Por el camino, también he aprendido a pensar en las inversiones no como eventos sin conexión, sino como sagas continuas, que deben ser revisadas de cuando en cuando para nuevos giros y virajes en sus gráficos. A no ser que una compañía acabe en concurso de acreedores, la historia nunca termina. Una acción que quizá has tenido hace diez años, o hace dos, puede merecer la pena comprarla de nuevo.

Para estar al día con mis viejas favoritas llevo conmigo un cuaderno grande con espiral, en donde anoto detalles importantes de los informes trimestrales y anuales, además de las razones por las que compré o vendí cada acción la última vez. De camino a la oficina o en casa ya de noche, revisaba con el dedo estos cuadernos, como otros revisan cartas de amor encontradas en el ático.

En esta ocasión, revisé las 21 selecciones que hice en 1991. Es una cesta mixta que lo hizo extremadamente bien en un año en el que el mercado en su conjunto disfrutó de una fuerte subida. El S&P subió un 30 por ciento; creo que mis recomendaciones subieron un 50 por ciento o más. La lista incluía Kemper (aseguradora y servicios financieros), Household International (servicios financieros), Cedar Fair (parques de atracciones), EQK Green Acres (centros comerciales), Reebok (deportivas), Caesars World (casinos), Phelps Dodge (cobre), Coca-Cola Enterprises (embotelladora), Genentech (biotecnología), American Family, ahora AFLAC (aseguradora de cáncer japonesa), K mart (comercio minorista), Unimar (petrolera indonesia), Freddie Mac y Capstead Mortgages (hipotecas), SunTrust (un banco), cinco cooperativas de ahorro y préstamos, y Fannie Mae (hipotecas), una acción que había pregonado durante seis años consecutivos.

Examiné mis diarios y anoté varios cambios importantes. Principalmente, los precios habían subido. Ésta no era razón suficiente para no repetir una recomendación, pero en la mayoría de los casos significaba que la acción había dejado de ser una ganga.

Una de esas acciones era Cedar Fair, que controla parques de atracciones en Ohio y Minnesota. Lo que había atraído mi atención de Cedar Fair en 1991 era que la acción tenía un rendimiento alto (11%). Cotizaba a menos de 12 dólares entonces. Un año después, cotizaba a 18 dólares, y a ese precio el rendimiento se redujo a un 8,5 por ciento. Todavía era un rendimiento atractivo, pero no lo suficiente como para querer poner más dinero en Cedar Fair. Necesitaba alguna indicación de que los ingresos mejorarían, y de lo que pude recopilar en una conversación con la compañía, no había absolutamente nada que pudiese provocar semejante impulso. Así que deduje que había mejores oportunidades en otros sitios.

Hice el mismo ejercicio con las otras 20 compañías. EQK Green Acres la rechacé por una referencia de pasada en su último informe trimestral. Siempre he encontrado útil prestar atención al texto en estos pequeños folletos. Lo que captó mi atención fue que esta compañía, que posee un centro comercial en Long Island, estaba debatiendo si pagar o no el habitual incremento trimestral (de un centavo) en el dividendo como de costumbre. Green Acres había incrementado cada trimestre desde que salió a cotizar seis años atrás, así que romper esa racha para ahorrarse 100.000 dólares lo tomé como prueba de desesperanza a corto plazo. Cuando una compañía que tiene la costumbre de subir el dividendo menciona en público que puede interrumpir esta práctica para un insignificante ahorro, es una advertencia que debe ser escuchada con atención. (En julio de 1992, EQK Green Acres no sólo no incrementó el dividendo sino que lo cortó drásticamente.)

Coca-Cola Enterprises había caído en precio, pero las perspectivas de su embotelladora eran más negativas que antes, así que la rechacé. Fannie Mae había subido de precio, pero sus perspectivas eran excelentes, así que la volví a poner en mi lista por séptimo año consecutivo. Sólo porque una acción esté más barata que antes no es razón para comprarla, y sólo porque esté más cara

no hay razón para vender. También decidí repetir mi recomendación anterior en Phelps Dodge y dos cooperativas de ahorros y préstamos, por razones que discutiré a continuación.

## Comprando acciones

### El sector minorista

Tras examinar mis selecciones de años previos y encontrar cinco que podría merecer la pena recomendar de nuevo, comencé mi búsqueda de nuevas selecciones de la manera habitual. Me dirigí directo a mi fuente favorita de ideas de inversión: el centro comercial de Burlington.

El centro comercial de Burlington está situado a 40 kilómetros de mi localidad, Marblehead. Es un gran centro comercial, cubierto y con gran variedad de comercios, de los cuales tan sólo hay 450 más o menos en Estados Unidos, y con una atmósfera encantadora en donde estudiar grandes acciones. Las compañías cotizadas ascendentes, descendentes, al borde de su salida o dándose la vuelta pueden ser investigadas cualquier día de la semana tanto por compradores de acciones amateur como por profesionales. Como estrategia de inversión, pasar el rato en el centro comercial es mejor que escuchar el consejo de un bróker de bolsa sobre confianza o rastrear la prensa financiera en busca de un último dato.

Muchas de mis mayores ganadoras de todos los tiempos vienen de los sitios que millones de consumidores visitan todo el tiempo. Una inversión de 10.000 dólares hecha en 1986 en cada uno de los cuatro populares comercios minoristas —Home Depot, The Limited, Gap y Wal-Mart Stores— y mantenidas durante cinco años valía más de 500.000 dólares a finales de 1991.

Conducir hacia el centro comercial de Burlington me lleva a una serie de recuerdos de muchos otros negocios minoristas que he comprado y vendido en el pasado, más allá de Marblehead paso por dos Radio Shacks (controladas

por Tandy, 10.000 dólares invertidos ahí a principios de los setenta se habrían convertido en un botín de 1 millón, si hubieses salido cuando la acción tocó techo en 1982); un Toys “R” Us, que pasó de 0,25 a 36 dólares; un Kids “R” Us; un Ames Department Store, un recordatorio de que lo más bajo a lo que puede llegar una acción es cero; y un LensCrafters, una gran división cuyos problemas fueron una carga para U.S. Shoe.

Aproximándome a Burlington desde el norte por la Ruta 128 —la fuente de muchas acciones tecnológicas de los sesenta, como Polaroid y EG&G, cuando esta zona fue el Silicon Valley original de Estados Unidos— cojo la salida por la autopista de peaje. Pasada la rampa de salida, paso un Howard Johnson’s, una gran acción de crecimiento de los cincuenta; Taco Bell, una gran compañía hasta que Pepsi tomó el control de la compañía, y un impulso a los beneficios de Pepsi desde entonces; un Chili’s (con su encantador símbolo bursátil, EAT), que me perdí a pesar de las recomendaciones de mis hijas porque me dije a mí mismo, «¿Quién necesita otro restaurante tipo Chili’s?».

El aparcamiento del centro comercial Burlington es aproximadamente del tamaño de todo el centro de la ciudad de Marblehead, y siempre está lleno de coches. Al fondo hay un centro de cuidado de vehículos que publicita neumáticos Goodyear, una acción que compré a 65 dólares y de la que luego me arrepentí, aunque últimamente ha vuelto de nuevo.

El edificio principal está dispuesto en forma de una cruz gigante, anclado al este por Jordan Marsh y al sur por Filene’s, ambas controladas antiguamente por el constructor Robert Campeau. Campeau se plantó en mi oficina un día, lleno de datos y gráficas sobre la distribución, y encontré su comprensión de los números tan impresionante que compré acciones de su Campeau Corporation, otro error. En el norte estaba Lord & Taylor, ahora una división de May Department Stores, una gran compañía de crecimiento, y en el oeste estaba Sears, que alcanzó su máximo hacía veinte años y no ha alcanzado esa cima desde entonces.

El interior del centro comercial me recuerda una plaza antigua, con estanques, bancos y grandes árboles y el ir y venir de parejas adolescentes y mayores. En vez del cine de una sola película mirando al parque, hay cuatro al

final del pasillo; y en vez de una farmacia, una tienda de electrónica y tiendas de descuento, hay 160 empresas en sus dos plantas de espacio comercial donde la gente puede curiosear.

Pero yo no lo veo como curiosear. Lo veo como un análisis fundamental sobre las inversiones potenciales, dispuestas de lado a lado para la comodidad del comprador de acciones. Aquí hay más candidatos potenciales de los que podrías descubrir en un mes de conferencias de inversores.

Es una pena que el centro comercial de Burlington carezca de oficinas de intermediación porque de lo contrario sería posible sentarse aquí todo el día y observar el tráfico que entra y sale de las diferentes tiendas, y después bajar a la oficina del bróker para introducir órdenes de compra en aquellas que están más concurridas. Esta técnica está lejos de ser infalible, pero la pondría muy por delante de comprar acciones porque al tío Harry le gustan, lo que nos lleva al Principio de Peter número 14:

**Si te gusta la tienda, lo más probable es que te encante la acción.**

La enorme homogeneidad de gusto en la comida y en la moda que genera una cultura estúpida también genera fortunas a los dueños de las compañías minoristas y compañías de restaurantes. Lo que se vende en una tienda está casi garantizado que se venderá en otra, al igual que lo hace con donuts, refrescos, hamburguesas, vídeos, pólizas de residencias geriátricas, calcetines, pantalones, vestidos, herramientas de jardinería, yogures y acuerdos funerarios. El selector de acciones que se metió en Westward Ho de Home Depot, que comenzó en Atlanta, o la Eastward Ho de Taco Bell, que comenzó en California o la Southward Ho de Lands'End, que comenzó en Wisconsin, o la Northward Ho de Wal-Mart, que comenzó en Arkansas, o la Coastward Ho de Gap o The Limited, que comenzaron ambas en el medio oeste, acabaron con dinero suficiente como para viajar por el mundo y alejarse de los centros comerciales y las cadenas de tiendas.

Había menos oportunidades para hacer fortunas en las acciones de compañías minoristas en los cincuenta, una década famosa por la producción en masa y las casas estereotipadas, pero todavía diversa en sus hábitos de compra y de consumo. Cuando John Steinbeck escribió *Viajes con Charley*, él

y Charley podían distinguir un sitio de otro, pero ahora si los cogieras en el centro comercial de Burlington, los transportases con los ojos vendados al centro comercial de Spokane, a uno de Omaha y a uno de Atlanta, pensarían que no han viajado un centímetro.

He sido parcial con las compañías minoristas desde que conocí en sus inicios Levitz Furniture y su posterior multiplicación por 100, una experiencia que nunca olvidaré. Estas compañías no siempre triunfan, pero al menos es fácil monitorizar su progreso, que es otra atractiva cualidad que tienen. Puedes esperar a que una cadena de tiendas demuestre su capacidad en una zona, demuestre su trayectoria y se consolide en diferentes áreas antes de que inviertas.

Los empleados de los centros comerciales tienen una ventaja en esto, dado que ven qué está pasando cada día, además de escuchar de sus colegas qué tiendas están prosperando y cuáles no. Y los gestores de los centros comerciales tienen la mayor ventaja de todas, acceso a las cifras de ventas mensuales que se usan para computar los alquileres. Cualquier operador de tiendas que no compró acciones en Gap o The Limited, sabiendo de primera mano el éxito que estas tiendas estaban teniendo mes tras mes, debería ser envuelto en cinta de teletipo y puesto en un taburete de zopenco en la ventana de la oficina local de Charles Schwab. Ni siquiera Ivan Boesky consiguió nunca mejores consejos que éstos, y eso que él hizo trampas.

La familia Lynch no tiene familiares que sean operadores de centros comerciales, de lo contrario les estaría invitando a cenar tres o cuatro veces a la semana. Pero sí tenemos compradores, que es lo siguiente mejor que hay. Mi mujer Carolyn no hace tanto análisis en la caja registradora como solía hacer (aunque sí tiene varias amigas que son cinturón negro comprando), pero nuestras tres hijas han más que suplido su ausencia. Me llevó un tiempo captar su excelente análisis.

Hace un par de años, estábamos sentados a la mesa de la cocina cuando Annie preguntó, «¿Es Clearly Canadian una compañía cotizada?», que es la clase de pregunta que nuestra familia ha alentado a hacer. Yo ya sabía que les gustaba esta nueva bebida carbonatada porque nuestro refrigerador estaba



lleno de botellas de Clearly Canadian, pero en vez de coger la pista y hacer mis deberes, la miré en el libro del S&P, no la vi listada, y rápidamente me olvidé de ella.

Resultó que Clearly Canadian estaba cotizada en el mercado canadiense y que todavía no había aparecido en el libro del S&P. Que hubiese pasado por alto comprarla fue algo muy desafortunado. Después de que Clearly Canadian saliese a cotizar en 1991, el precio de la acción se incrementó de 3 a 26,75 dólares, multiplicando casi por 9 en un año, antes de volver al nivel de los 15 dólares. Éste es el tipo de rentabilidad que te gustaría obtener en una década. Ciertamente superó todas mis recomendaciones de *Barron's* de 1991.

También ignoré sus informes positivos de los restaurantes Chili's. Las tres niñas a menudo usaban sus camisetas verdes de Chili's como pijama, lo que me recuerda lo estúpido que fui por no tomarme el consejo inversor más en serio. ¿Cuántos padres han seguido el consejo de un vecino y comprado acciones de una compañía minera de oro o de una compañía inmobiliaria en vez de seguir a sus hijos al centro comercial, donde habrían sido guiados directos a Gap y su retorno del 1.000 por ciento de 1986 a 1991? Incluso si hubiesen esperado a 1991 a seguir a sus hijos a Gap, habrían doblado su dinero ese año, batiendo a todos los fondos conocidos.

Y aunque pensemos que nuestros hijos son únicos, forman parte de una tribu internacional de compradores con los mismos gustos en gorras, camisetas, calcetines y vaqueros arrugados, así que cuando mi hija mayor, Mary, se viste de Gap, es bastante seguro que las adolescentes de todo el país en todos los centros comerciales estén haciendo lo mismo.

Mary había iniciado la cobertura de Gap en el verano de 1990 comprando algo de ropa para el colegio en la tienda de la segunda planta del centro comercial de Burlington. (Aquí va otro consejo de un observador de centro comercial veterano: en los centros de dos plantas, las tiendas más populares normalmente se encuentran subiendo las escaleras. Los directores de los centros lo disponen de esa forma para que el máximo número de consumidores posibles pasen por el mayor número de tiendas posible en su camino hacia las tiendas más concurridas, y por tanto, más rentables.) Cuando Gap era un outlet que vendía vaqueros Mary no se había fijado en este comercio, pero como miles de otros adolescentes sí se sintió atraída por la

nueva y colorida mercancía. Una vez más, ignoré esta poderosa señal de compra, justo como había hecho con Chili's y Clearly Canadian. Estaba decidido a no repetir el error en 1992.

Justo antes de Navidad, llevé a mis tres hijas a Burlington a lo que se llamó el «Viaje de regalos de Navidad» para ellas, pero para mí era más un viaje de investigación. Quería que me llevaran a su tienda favorita, que basado en experiencias pasadas era la señal de compra más infalible que podías encontrar. Gap estaba abarrotado, como de costumbre, pero no es ahí donde primero se dirigieron. Se dirigieron a Body Shop.

The Body Shop vende lociones y aceite de baño hecho de plátanos, nueces y bayas. Vende máscaras de cera de abejas, bálsamo para labios de kiwi, crema hidratante de zanahoria, leche limpiadora con aceite de orquídea, mascarilla exfoliante de avena de miel con peras, loción ondulante de frambuesa, champú de algas y abedul y algo todavía más misterioso llamado champú de barro Rhassoul. El champú de barro Rhassoul no es algo que normalmente pondría en mi lista de la compra pero obviamente muchas otras personas sí lo hacen, porque la tienda estaba abarrotada de compradores.

De hecho, Body Shop era una de las tres tiendas más abarrotadas de todo el centro comercial, junto con Gap y Nature Company, controlada por CML, que también controla la popular NordicTracks que ahora se encuentra en los salones de la gente. Por mi cálculo aproximado, Body Shop y Nature Company juntas ocupaban 280 metros cuadrados, pero parecían estar haciendo tanto negocio como Sears, que tiene 9.300 metros cuadrados de espacio de venta y parecía vacío.

A medida que contemplaba las botellas de aceite de baño de plátano que mis hijas estaban llevando a la caja registradora, recordé que una joven analista de Fidelity, Monica Kalmanson, había recomendado The Body Shop en una de nuestras reuniones semanales en 1990. También recordé que la documentalista jefe en Fidelity, Cathy Stephenson, había dejado posteriormente el bien pagado y exigente trabajo (llevaba un departamento de 30 personas) para abrir una franquicia de Body Shop con su propio dinero.

Pregunté a un compañero si la señora Stephenson era la dueña de ese Body Shop en concreto y resultó que sí lo era, aunque no estaba en la tienda el día de nuestra visita. Dejé el mensaje de que estaba deseoso de hablar con

ella.

La tienda parecía estar bien gestionada, con una fuerza de ventas joven y entusiasta de al menos doce personas. Nos fuimos con varias bolsas de champús y jabones corporales, cuyos ingredientes habrían hecho una espectacular ensalada.

De vuelta en la oficina, miré The Body Shop en mi listado maestro de acciones que Magellan tenía el día de mi salida, un listado que era el doble de largo que el directorio telefónico de mi localidad. Ahí, para mi disgusto, vi que había comprado acciones de esta compañía en 1989 y de alguna forma había olvidado ese hecho. The Body Shop era una de las muchas acciones del tipo «sintoniza más tarde» que había comprado para seguir los futuros desarrollos, que en este caso obviamente había olvidado hacer. Antes de haberla visto en el centro comercial, me podrías haber dicho que Body Shop era una franquicia de reparación de coches y lo habría creído. Una cierta cantidad de amnesia está obligada a aparecer cuando intentas seguir 1.400 compañías.

A través de los informes de analistas de varias compañías de intermediación, me puse al día con la historia. Ésta era una compañía británica creada por una ambiciosa ama de casa, Anita Roddick, cuyo marido estaba a menudo fuera de la ciudad. En vez de ver telenovelas o tomar clases de aeróbic, comenzó a jugar con pociones en su garaje. Sus pociones eran tan populares que comenzó a venderlas en el vecindario, y este negocio de patio trasero pronto se convirtió en un negocio serio que salió a cotizar en 1984 por 5 peniques (aproximadamente 10 centavos) por acción.

Desde sus modestos comienzos, the Body Shop pronto se transformó en una red internacional de franquicias dedicadas a aplicar frutas, aceites y otros productos naturales en a la piel. A pesar de dos grandes pifias (la acción perdió la mitad de su valor en la Gran Corrección y de nuevo con la venta masiva de Saddam), en seis años la emisión de 5 peniques se había convertido en 362 peniques, multiplicando por más de 70 la inversión para los afortunados amigos de los fundadores que compraran en la oferta pública inicial. The Body Shop cotiza en la Bolsa de Valores de Londres, pero también se puede comprar a través de la mayoría de brókers americanos.

Ésta es una compañía socialmente responsable como Celestial Seasoning o los helados Ben & Jerry. Depende de ingredientes naturales (incluyendo algunos que son extraídos de la selva tropical por indios Kayapó que, si no tuvieran este trabajo podrían estar cortando los árboles para sobrevivir), evitan la publicidad, le dan a todos los empleados un día de permiso remunerado por semana para actividades de servicios a la comunidad, promueve la salud frente a la belleza (después de todo, ¿cuántos de nosotros seremos alguna vez guapos?), recicla sus bolsas de la compra, y paga 25 céntimos de recompensa por cada pequeño bote de loción que se devuelve para un nuevo relleno.

El compromiso de Body Shop con algo que no sea sólo el dinero no ha inhibido a la franquicia de tener muchas ganancias. Cathy Stephenson me dijo que un dueño de franquicia podía esperar hacer un beneficio el primer año. Le ha ido tan bien con la tienda de Burlington que estaba preparando abrir una segunda tienda en Harvard Square y esto en mitad de una recesión.

A pesar de la recesión, las tiendas Body Shop por todo el mundo reportaron un incremento de ventas con las mismas tiendas en 1991. (Ventas con el mismo número de tiendas es uno de los dos o tres factores clave cuando analizas las operaciones de un comercio minorista.) Los productos de Body Shop se venden a precios por encima de los champús y lociones que se venden en las tiendas de descuento, pero por debajo de las que se venden en tiendas especializadas y en grandes almacenes. Esto le da a la compañía un «nicho de precio».

La mejor parte de la historia era que la expansión estaba en sus fases iniciales y la idea parecía tener un atractivo mundial. El país con el mayor número de Body Shops per cápita era Canadá, con 92 tiendas abiertas. Body Shops ya se había convertido en el comercio minorista más rentable de todos los canadienses, en términos de ventas por metro cuadrado.

Solo había un Body Shop en Japón, uno en Alemania y setenta en Estados Unidos. Me daba la sensación de que si Canadá, con una décima parte de la población de Estados Unidos, podía soportar 92 Body Shop, Estados Unidos podía soportar al menos 920.

Con años de crecimiento por delante, la compañía estaba procediendo con cuidado y expandiéndose con cautela. Quieres evitar los minoristas que se expanden demasiado deprisa, especialmente si lo están haciendo con dinero prestado. Dado que Body Bell era un negocio de franquicias, era posible expandirse con el dinero de los franquiciados.

Fue de Cathy Stephenson de quien aprendí la cautela de la compañía. Ya había demostrado su habilidad para gestionar un exitoso Body Shop en Burlington pero antes de ser autorizada a comprar una segunda franquicia en Harvard Square, el presidente del consejo voló desde Reino Unido para inspeccionar el lugar y revisar su rendimiento. Esto no me habría llamado la atención si Body Shop estuviera invirtiendo su propio dinero pero era el dinero de la señora Stephenson el que estaba en juego y aún así su segunda tienda no fue aprobada automáticamente.

Fue una feliz coincidencia que conociera a una dueña de un Body Shop, pero millones de compradores de todo el mundo podían captar la misma sensación del negocio visitando uno de sus establecimientos, y los mismos datos y hechos leyendo el informe anual y los informes trimestrales. Mencioné a un amigo de póker que había ido a un Body Shop y me dijo que su mujer y su hija adoraban el sitio. Cuando alguien de 45 años y alguien de 13 están entusiasmadas con la misma tienda, es hora de lanzar la investigación.

Las ventas con el mismo número de tiendas estaban bien, los planes de expansión parecían realistas, el balance de situación era sólido y la compañía estaba creciendo un 20-30 por ciento al año. ¿Qué fallaba con esta historia? El ratio PER de 42 estaba basado en la estimación del S&P de los beneficios de 1992.

Cualquier compañía de crecimiento que cotice a 40 veces sus beneficios a un año vista está peligrosamente sobrevalorada, y en la mayoría de los casos, exagerada. Como regla general, una acción debería cotizar a su tasa de crecimiento o por debajo; esto es, la tasa a la que incrementa sus beneficios cada año. Incluso las compañías que más rápido crecen rara vez pueden lograr más de un 25 por ciento de tasa de crecimiento, y una tasa del 40 por ciento es algo excepcional. Este frenético progreso no puede ser sostenible durante mucho tiempo y las compañías que crecen demasiado deprisa tienden a autodestruirse.

Dos analistas que seguían a the Body Shop estaban anticipando que la compañía continuaría creciendo a la tasa del 30 por ciento en los próximos dos años. Así que aquí estaba una compañía que podía crecer al 30 por ciento cotizando a 40 veces sus beneficios. En resumen, éstos no eran números atractivos, pero bajo la perspectiva del precio de mercado actual no parecían tan malos.

En el momento en el que estaba analizando esa compañía, el ratio PER de todo el S&P 500 era 23, y Coca-Cola tenía un PER de 30. Si se reducía a elegir entre tener Coca-Cola, una compañía creciendo a un 15 por ciento cotizando a 30 veces beneficios, y Body Shop, una compañía creciendo al 30 por ciento cotizando a 40 veces beneficios, prefería la segunda. Una compañía con un elevado ratio PER que está creciendo a una tasa elevada eventualmente superará a una con un ratio PER inferior que está creciendo a una tasa inferior.

La pregunta clave era si Body Shop era capaz de mantener una tasa de crecimiento del 25-30 por ciento el tiempo suficiente como para que su acción recuperara terreno con su precio actual elevado. Esto es más sencillo de decir que de hacer, pero estaba impresionado con la demostrada capacidad de la compañía de moverse hacia nuevos mercados, y de su popularidad mundial. Ésta era una compañía internacional casi desde el principio. La compañía se había instalado en seis continentes y casi no había rasgado la superficie de ninguno de ellos. Si todo sale acorde al plan, eventualmente podríamos ver miles de Body Shops, y la acción podría incrementarse otro 7.000 por ciento.

Era su aspecto global único de esta compañía lo que me inspiró para apoyarla públicamente en *Barron's*. No la habría promocionado como la única acción que una persona debería de tener, y era consciente de que el elevado precio en relación con sus beneficios no dejaba mucho margen para el error. La mejor forma de manejar una situación en la que te encanta la compañía pero no el precio actual es hacer un compromiso pequeño y luego incrementarlo en la próxima venta masiva de mercado.

Lo más fascinante de cualquiera de las historias de estas compañías de rápido crecimiento de negocios minoristas, tanto si era Body Shop, Wal-Mart o Toys "R" Us, es cuánto tiempo tienes para recuperar terreno con ellas. Te puedes permitir esperar a que se clarifiquen las cosas antes de invertir. No te tienes que precipitar y comprar acciones mientras el inventor de las lociones

The Body Shop todavía está testando las pociones originales en su garaje. No tienes que comprar acciones cuando las 100 primeras tiendas han abierto en Reino Unido, ni si quiera cuando 300 o 400 han abierto a nivel mundial. Ocho años después de la oferta pública, cuando mis hijas me llevaron a la tienda de Burlington, todavía no era demasiado tarde para capitalizar una idea que claramente todavía no había hecho todo su recorrido.

Si cualquiera os dice alguna vez que una acción que ya ha subido 10 o 50 veces no puede subir más, mostrarle a esa persona la gráfica de Wal-Mart. Hace 23 años, en 1970, Wal-Mart salió a cotizar con 38 tiendas, la mayoría de ellas en Arkansas. Cinco años después de la oferta pública, en 1975, Wal-Mart tenía 104 tiendas y el precio de la acción se había multiplicado por cuatro. Diez años después de la oferta pública, en 1980, Wal-Mart tenía 276 tiendas y la acción se había multiplicado por 20.

Muchos residentes afortunados de Bentonville, Arkansas, el pueblo natal del fundador de Wal-Mart, el recientemente fallecido Sam Walton, invirtieron en la oportunidad más temprana y multiplicaron su dinero por 20 en la primera década. ¿Era hora de vender y no ser avariciosos y poner el dinero en ordenadores? No si creían en hacer un beneficio. A una acción no le importa quién la tiene y las preguntas sobre la avaricia son resueltas mejor en la Iglesia o en la consulta del psiquiatra, no en la cuenta de jubilación.

El asunto importante que hay que analizar no era si la acción de Wal-Mart castigaría a los accionistas avariciosos o no, sino si la compañía había saturado su mercado. La respuesta era simple: incluso en los setenta, después de todas las ganancias en la acción y en los beneficios, había tiendas de Wal-Mart tan sólo en el 15 por ciento del país. Eso dejaba un 85 por ciento en donde la compañía todavía podía crecer.

Podías haber comprado la acción de Wal-Mart en 1980, una década después de su oferta pública, después de haber logrado multiplicar por 20, y después de que Sam Walton se hubiera hecho famoso como el millonario que conducía una camioneta tipo pickup. Si mantuviste la acción entre 1980 y 1990, habrías multiplicado por 30 tu inversión de nuevo, y en 1991 habrías hecho otro 60 por ciento de tu dinero en Wal-Mart, dándole una multiplicación

de 50 en 11 años. Los pacientes accionistas originales tenían eso para sentirse avariciosos, encima de la multiplicación por 20 original. Ellos tampoco tienen problemas pagando a los psiquiatras.

En las compañías minoristas o en las cadenas de restauración, el crecimiento que impulsa los beneficios y el precio de la acción viene fundamentalmente de la expansión. Mientras que las ventas con el mismo número de tiendas esté en aumento (estos números se muestran en los informes anuales y trimestrales), la compañía no esté deteriorada con deuda excesiva y esté siguiendo sus planes de expansión como ha descrito a sus accionistas en los informes, normalmente merece la pena quedarse con la acción.

<b>Símbolo del valor</b>	<b>Compañía</b>	<b>Precio a 13/1/1992</b>
BOSU*	Body Shop	325p

\* Cotizada en la Bolsa de Londres.



## **Explorando con malas noticias**

Cómo el colapso del sector inmobiliario me llevó a Pier 1, Sunbelt Nursery y General Host

Excavar allí donde los alrededores son tranquilos y agradables puede ser tan poco gratificante como hacer labores detectivescas desde una silla mullida. Tienes que ir donde a los otros inversores y especialmente a los gestores de fondos les da miedo de ir, o, para decirlo directamente, de invertir. A medida que 1991 se terminaba, los lugares más temidos estaban todos relacionados con la vivienda y el sector inmobiliario.

El mercado inmobiliario había sido el temor principal de la nación durante más de dos años. Se rumoreaba que el famoso colapso comercial inmobiliario estaba extendiéndose al residencial inmobiliario, se decía que los precios de las casas estaban bajando tan rápido que los vendedores estarían regalando sus títulos de propiedad.

Vi esta desesperación en mi propio vecindario en Marblehead, donde había tantos carteles de se vende que habrías pensado que este cartel era la flor estatal de Massachusetts. Las señales desaparecieron eventualmente a medida que los frustrados vendedores se cansaban de esperar ofertas decentes. La gente se quejaba de que las ofertas que recibieron eran un 30-40 por ciento inferiores de lo que podrían haber conseguido dos o tres años antes. Había multitud de evidencias circunstanciales, si vivías en un ambiente de peces gordos, de que la burbuja inmobiliario había estallado.

Dado que entre los propietarios de estas mansiones había editores de periódicos, comentaristas de televisión y gestores de fondos de Wall Street, no es difícil imaginar por qué el colapso inmobiliario tuvo tanta atención en las

portadas y en las noticias nocturnas. Muchas de estas historias tenían que ver con el colapso comercial inmobiliario, pero la palabra «comercial» no salía en los titulares, dando la impresión de que todo el sector inmobiliario pronto no valdría nada.

Un día, un pequeño dato de la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios captó mi atención: el precio de la casa promedio estaba subiendo. Había subido en 1989, en 1990 y de nuevo en 1991, como lo había hecho cada año desde que la organización comenzó a publicar esta estadística en 1968.

El precio de la casa estándar es sólo uno de esos datos poco llamativos que pueden ser una excelente fuente de fortaleza y consuelo para los inversores dispuestos a explorar las zonas más aterradoras del mercado. Otro datos poco llamativos útiles son el «índice de asequibilidad» de la Asociación Nacional de Constructores de Vivienda y el porcentaje de préstamos hipotecarios con impagos.

He descubierto en varias ocasiones a lo largo de los años, que los datos «silenciosos» contaban una historia muy distinta de la que se estaba contando. Una técnica que funciona repetidamente es esperar a que la opinión predominante sobre algo sea que las cosas han ido de mal en peor, y luego comprar acciones en las compañías más sólidas del grupo.

(Esta técnica no es infalible. En las industrias de perforación de petróleo y gas, la gente estaba diciendo que las cosas no podían empeorar más en 1984, y han estado empeorando desde entonces. Es absurdo invertir en una compañía presionada a menos que los datos silenciosos te digan que las condiciones mejorarán).

Las noticias sobre la subida en 1990 y 1991 del precio de las casas estándar estaba tan pobremente extendida que cuando la saqué en el panel de *Barron's* nadie pareció creerme. Más aún, el descenso en los tipos de interés había hecho que las casas fueran más asequibles de lo que lo habían sido en más de una década. El índice de asequibilidad era tan favorable que a menos que la recesión fuese a durar eternamente, un mercado de viviendas mejorado parecía inevitable.

Sin embargo, mientras que los datos silenciosos señalaban en la buena dirección, muchas personas influyentes todavía se preocupaban del colapso del mercado inmobiliario, y los precios de las acciones de cualquier empresa remotamente relacionada con la construcción de viviendas y su financiación reflejaba la visión pesimista. En octubre de 1991 miré Toll Brothers, una compañía de construcción que ha aparecido de cuando en cuando en mi cartera y en mis diarios. Como era de esperar, la acción de Toll Brothers había caído de  $12\frac{5}{8}$  a  $2\frac{3}{8}$  dólares. Muchos de los vendedores debían de tener casas de peces gordos.

Elegí a Toll Brothers para un estudio mayor porque recordaba que era una compañía fuerte con los recursos financieros necesarios como para sobrevivir en tiempos difíciles. Ken Heebner, un buen gestor de fondos que me había recomendado Toll Brothers unos años antes, me había dicho lo clásica que era esta operación. Alan Leifer, un colega de Fidelity, también me lo había mencionado en el ascensor.

Toll era estrictamente una constructora de viviendas, así que no estaba arriesgando su propio dinero especulando en el mercado inmobiliario. Con muchos de sus competidores mal capitalizados quebrando, supuse que Toll Brothers acabaría capturando más del mercado de construcción de vivienda tras la recesión. A largo plazo, la última crisis sería buena para Toll.

Entonces ¿qué estaba mal con esta foto que hubiese justificado que el valor de las acciones de Toll Brothers disminuyese cinco veces? Leí los informes recientes para averiguarlo. La deuda había disminuido en 28 millones de dólares, y la tesorería había subido en 22 millones de dólares, así que el balance de situación había mejorado durante estos tiempos difíciles. También lo habían hecho los pedidos. Toll Brothers tenía una cartera de pedidos de casas nuevas para dos años. Si acaso, la compañía tenía demasiado trabajo.

La empresa se había expandido hacia varios mercados nuevos y estaba bien posicionada para beneficiarse de la recuperación. No necesitabas un mercado inmobiliario fantástico para que Toll publicase beneficios récord.

Pueden imaginar mi excitación al descubrir una compañía con muy poca deuda y suficientes nuevos pedidos para mantenerse ocupada por dos años, sus competidores cayéndose por el precipicio y su acción cotizando a un quinto de

su máximo de 1991.

Puse a Toll Brothers en lo más alto de mi lista de *Barron's* en octubre, esperando recomendarla al panel en enero, pero entretanto la acción se cuadruplicó hasta 8 dólares. (Para cuando el panel fue convocado, había llegado de nuevo a 12 dólares.) Aquí hay un consejo para los que buscan anomalías de final de año: ¡actúe rápido! Hoy en día no le lleva mucho tiempo a los buscadores de gangas encontrar las gangas en la bolsa, y cuando ya han terminado de comprar, las acciones han dejado de ser gangas.

Más de una vez he identificado a un posible ganador que ha sido penalizado por los impuestos en otoño, sólo para ver el precio subir antes de que pudiera publicar su nombre en la revista *Barron's* dos meses después. En 1991, el precio de Good Guys, una cadena de tiendas de electrodomésticos y electrónica, creció de forma dramática entre el 14 de enero, el día de la reunión de *Barron's* en la que recomendé la acción y el 21 de enero, día en que estaba previsto que la revista llegase a los expositores. El 19 de enero, los editores y yo tuvimos una conversación sobre la difícil situación, y decidimos eliminar a Good Guys del texto.

Obviamente, no fui el único inversor que descubrió la ganga de Toll Brothers en el otoño de 1991. Frustrado de que otros estuvieran gritando ¡Eureka! antes de que yo tuviera la oportunidad de mencionarlo en papel, dirigí mi atención hacia otras compañías que imaginaba se podrían beneficiar de forma más sutil de la pasada crisis del mercado inmobiliario. La primera que me vino a la mente fue Pier 1.

## **Pier 1**

No necesitabas a un adivino para averiguar que la gente que se muda a las casas que ha comprado, nuevas o usadas, iban a necesitar lámparas y biombos, felpudos y escurreplatos, alfombras y persianas y chismes y quizá algunos sofás y sillas de mimbre. Pier 1 vendía todos estos productos a precios que los consumidores con presupuestos ajustados se podían permitir.

Naturalmente, había tenido Pier 1 en Magellan. Eran una escisión de Tandy en 1966, y las virtudes de este outlet de acondicionamiento de casas con un sabor del lejano oriente ya me las había explicado mi mujer, Carolyn, que disfrutaba explorando el Pier 1 localizado en las afueras del centro comercial de North Shore. Ésta era una gran acción de crecimiento en los setenta que perdió fuerza, luego tuvo otra gran trayectoria en los ochenta. Los inversores que compraran las acciones durante el último renacimiento fueron bien recompensados hasta la Gran Corrección de 1987, cuando el precio de la acción cayó de 14 a 4 dólares. Después de eso, rebotó de nuevo al nivel de 12 dólares, donde se mantuvo hasta la venta masiva por Saddam, cuando golpeada de nuevo cayó hasta los 3 dólares.

Cuando llamó mi atención por tercera vez, la acción se había revalorizado mucho desde los 10 dólares y luego se había desvanecido hasta los 7. A 7 dólares, intuí que podía estar infravalorada, especialmente a la luz de la probable recuperación de la vivienda. Abrí mi ficha de Pier 1 para refrescarme la memoria. La compañía había tenido 12 años de beneficios récord antes de verse perjudicada por la recesión. En un punto, un conglomerado llamado Intermark había controlado el 58 por ciento de las acciones y la valoraba tanto que supuestamente rechazó una oferta externa para vender las acciones por 16 dólares. La historia en Wall Street era que Intermark estaba esperando 20 dólares, pero más tarde, cuando Intermark necesitó dinero, se vio forzada a vender todas sus acciones de Pier 1 por 7 dólares. Posteriormente, Intermark quebró.

Superar la difícil situación de las acciones de Intermark era un suceso prometedor. Hablé con el consejero delegado de Pier 1, Clark Johnson, a finales de septiembre de 1991 y de nuevo el 8 de enero de 1992. Mencionó varios factores positivos: (1) la compañía había ganado dinero en 1991 en un entorno muy difícil; (2) se estaba expandiendo a una tasa de 25-40 nuevas tiendas cada año; y (3) con tan sólo 500 tiendas en Estados Unidos, estaba muy lejos de saturar el mercado. La compañía también había logrado reducir sus gastos, a pesar de las 25 tiendas añadidas en 1991. Gracias a la devoción de Pier 1 a reducir costes, los márgenes de beneficios habían seguido mejorando.

Con respecto al viejo indicador fiable, el de ventas con mismo número de tiendas, el señor Johnson reportó que en las regiones más golpeadas por la recesión las ventas cayeron un 9 por ciento, pero en el resto del país habían crecido. En una recesión, no es inusual que las ventas con mismo número de tiendas disminuyan, así que consideré este informe como modestamente positivo. Estaría más preocupado si las ventas con mismo número de tiendas hubieran disminuido en un período de prosperidad general para los distribuidores, que no era el caso.

Siempre que estoy evaluando una empresa minorista, además de los factores que ya hemos discutido intento mirar los inventarios. Cuando los inventarios se incrementan por encima de los niveles normales, es una señal de alarma de que el equipo gestor puede estar intentando encubrir el problema de unas malas ventas. Finalmente, la empresa se verá forzada a rebajar estas mercancías no vendidas y admitir su problema. En Pier 1 los inventarios habían crecido, pero sólo porque la compañía tenía que rellenar las estanterías en 25 nuevas tiendas. Salvo eso, se mantenían en niveles razonables.

Aquí estaba una compañía de rápido crecimiento con mucho espacio para crecer. Estaba reduciendo costes, mejorando sus márgenes de beneficios, y ganando dinero en un año malo; había incrementado su dividendo cinco años consecutivos, y estaba perfectamente posicionada en una parte del mercado que estaba a punto de mejorar: la vivienda. Además, muchos de los amigos de Carolyn son muy aficionados a Pier 1. El bonus de esta historia era Sunbelt Nursery.

En 1991, Pier 1 vendió el 50,5 por ciento de su cadena Sunbelt Nursery en una oferta pública. De las ganancias de 31 millones de dólares, 21 millones fueron empleados en reducir la deuda de la compañía y los otros 10 millones fueron devueltos a Sunbelt para ayudarla en su renovación y expansión. En total, la deuda de Pier 1 se redujo en 80 millones de dólares en 1991, hasta cerca de 100 millones. Un balance más sólido hacía muy improbable que Pier 1 se arruinara a corto plazo, que es lo que a menudo le sucede a distribuidores mucho más endeudados durante las recesiones.

Los 31 millones de dólares que recibió Pier 1 por vender la mitad de Sunbelt fueron 6 millones más de lo que había pagado para comprar la totalidad de Sunbelt en 1990. Tienes que suponer que la otra mitad de Sunbelt

mantenida por Pier 1 vale también 31 millones, lo que representa un valioso activo oculto para la compañía.

En el momento en que veía todo esto, la acción de Pier 1 cotizaba a 7 dólares con un ratio PER de 10, basado en unas estimaciones de beneficios de 70 céntimos por acción de 1992. Con la compañía creciendo a una tasa del 15 por ciento anual, el PER de 10 era un número prometedor. Cuando viajé a Nueva York en enero para reunirme con el panel, el precio de la acción había subido hasta los 7,75 dólares. Pese a ello, la veía como una buena compra, tanto por méritos propios como por el cliente de Sunbelt.

Cada mes, unos cuantos grandes competidores rivales de Pier 1 en el equipamiento de hogar, fundamentalmente comercios familiares, estaban cerrando sus puertas y abandonando el negocio. Importantes grandes almacenes estaban eliminando sus secciones de muebles de hogar para concentrarse en ropa y accesorios de moda. Cuando la economía se recupere, Pier 1 tendrá una cuota enorme de un mercado en donde parece que nadie quiera competir.

Quizá soy un casamentero frustrado. Siempre que me intereso por una compañía, intento imaginar qué otra compañía querría comprarla. En mis sueños diurnos, imagino que Pier 1 sería una adquisición lógica para K mart, que estaba moderadamente satisfecha con su anterior adquisición de una cadena de farmacias, una cadena de librerías y una cadena de artículos de oficina, y siempre está buscando nuevas formas de expansión.

## **Sunbelt Nursery**

Unos 10 segundos después de guardar la ficha de Pier 1, saqué la de Sunbelt Nursery. A menudo una acción te conduce a otra y el selector de acciones devoto es enviado en una nueva dirección, de la misma forma en la que un perro de caza sigue su olfato y busca un nuevo rastro.

Sunbelt está en el negocio de jardinería minorista. Caí en la cuenta de que el negocio de jardinería se beneficiaría de una recuperación en la vivienda tanto como el negocio de tulipas y escurridores. Cada nuevo hogar iba a

necesitar árboles, arbustos, flores para las jardineras de las ventanas, etc., para mejorar su apariencia.

También caí en la cuenta, mientras reflexionaba esto con más detenimiento, que el negocio de los viveros era uno de los últimos negocios familiares que todavía no había sido suplantado por franquicias o cadenas de tiendas. En teoría, había una gran oportunidad para una cadena de viveros regional o nacional bien gestionada, que pudiera hacer por un parterre lo que Dunkin' Donuts había hecho por los donuts.

¿Podría Sunbelt convertirse en la cadena nacional? Operando como Wolfe Nursery en Texas y Oklahoma, Nurseryland Garden Centers en California, y Tip Top Nursery en la región de Arizona, Sunbelt ya se había establecido en 6 de los 11 mayores mercados de jardinería de Estados Unidos. Según un informe de Smith Barney que llegó hasta mi escritorio, la compañía estaba intentando satisfacer al «consumidor de jardinería elitista y consciente con la calidad en busca de una mayor variedad y calidad de plantas y suministros además de un nivel de servicio superior del que se asocia generalmente con los distribuidores enfocados en los descuentos».

Inicialmente, Sunbelt se escindió de Tandy, junto con Pier 1. Mi primer contacto con la entidad independiente llegó en agosto de 1991 cuando el equipo gestor de Sunbelt visitó Boston en un programa itinerante para vender algunas de las 3,2 millones de acciones que Pier 1 estaba poniendo en el mercado. En esta reunión, cogí una copia del folleto, alias la pista falsa, cuyo nombre viene de las intensas líneas rojas que se utilizan para destacar las advertencias presentes en él. Leer un folleto es como leer la letra pequeña en la parte trasera de un billete de avión. La mayoría es aburrido, excepto por la excitante parte que hace que nunca quieras montarte en un avión o comprar una sola acción nunca más.

Dado que las ofertas públicas a menudo se agotan, tienes que intuir que muchos inversores están ignorando los párrafos subrayados. Pero además de ellos, hay información útil en el folleto que no debería de pasarse por alto.

La oferta pública de Sunbelt salió con éxito a 8,50 dólares por acción. Gracias a estos ingresos, la compañía comenzó su vida independiente con un balance sólido, sin deuda y con 2 dólares por acción de tesorería. El plan era



utilizar la caja para remodelar sus 98 mejores centros de jardinería, mejorando por tanto su rentabilidad, y cerrar algunos de los fracasos.

Estas tiendas no habían sido remodeladas desde la Guerra de Vietnam, así que había mucho margen para mejorar. La renovación más importante era cubrir una parte del espacio de vivero para que las plantas y las flores pudieran sobrevivir en los meses más fríos y no tuviesen que reencarnarse en mantillo.

Pier 1 era todavía el principal accionista de Sunbelt con su participación del 49 por ciento, un factor que veía como muy favorable. Yo ya sabía que Pier 1 sabía cómo llevar un negocio minorista, así que no era como una aseguradora teniendo una posición mayoritaria en una compañía papelera. Más aún, Pier 1 ya había hecho su propia remodelación y pensé que Sunbelt se podía beneficiar de la experiencia de Pier 1. El equipo gestor de ambas divisiones tenía muchas acciones, lo que les daba un sustancioso incentivo para hacer de Sunbelt un éxito.

Cuando llegó el momento de considerar a Sunbelt como un posible candidato para la selección de *Barron's*, la venta masiva por cuestiones fiscales disminuyó el precio de las acciones hasta los 5 dólares por acción. Tras un único trimestre decepcionante, principalmente provocado por una serie de calamidades naturales (helada prematura en Arizona, 35 centímetros de lluvia en Texas), Sunbelt había perdido la mitad de su valor de mercado.

¡Qué bonanza para los inversores que tuvieron el coraje de comprar más! Ésta era la misma compañía que había salido a bolsa por 8,50 dólares dos meses antes. Todavía tenía los mismos 2 dólares en tesorería, y sus planes de renovación seguían intactos. A 5 dólares por acción, Sunbelt cotizaba por menos de su valor contable de 5,70 dólares, y con beneficios en 1992 estimados en 50-60 céntimos, su ratio PER era ligeramente inferior a 10. Ésta era una compañía que crecía al 15 por ciento. Otros distribuidores de jardinería cotizaban al doble de valor contable y tenían ratios PER de 20.

Una forma de estimar el valor actual de una compañía es la técnica del comprador de casas de compararlo con propiedades similares que se hayan vendido recientemente en el vecindario. Multiplicando el precio por acción de 5 dólares por el número de acciones de Sunbelt, 6,2 millones, llegaba a la conclusión de que el mercado valoraba toda la compañía y sus 98 centros de

jardinería en 31 millones de dólares. (Normalmente en este ejercicio tienes que restar la deuda, pero dado que Sunbelt no tenía deuda, podía ignorar este paso.)

Revisando otros centros de jardinería cotizados, descubrí que Calloway, que opera 13 establecimientos similares a las de Sunbelt en el sudeste, tenía 4 millones de acciones en circulación y su acción cotizaba a 10 dólares. Eso le daba a Calloway una capitalización bursátil de 40 millones de dólares.

Si Calloway con 13 establecimientos valía 40 millones de dólares, ¿cómo podía valer Sunbelt con 98 establecimientos sólo 31 millones? Incluso si Calloway era un negocio superior que ganaba más dinero por establecimiento que Sunbelt —cosa que hacía—, Sunbelt tenía siete veces el número de establecimientos y cinco veces el total de ventas de Calloway. Todo siendo igual, Sunbelt debería haber valido cerca de 200 millones, o más de 30 dólares por acción. Sin igualdad de condiciones —por ejemplo, si Calloway estuviese sobrevalorada y Sunbelt fuese un operador mediocre—, Sunbelt todavía estaría barata.

Para cuando mi recomendación de Sunbelt salió impresa, la acción había rebotado de nuevo a 6,50 dólares.

## **General Host**

Aunque no lo planeé de esta manera, 1992 fue el año en que Lynch se especializó en vegetación. De la misma forma en la que Pier 1 me llevó a Sunbelt, Sunbelt me llevó a General Host.

Uno nunca adivinaría que General Host tuviera nada que ver con las plantas. Éste fue en su día un excéntrico conglomerado que tenía de todo, algo que puede explicar su nombre. En algún momento u otro, había controlado las tiendas y quioscos Hot Sam's Pretzels y Hickory Farms y American Salt. Tenía la marca de comida precocinada All-American Gourmet, la de pescado congelado Van De Kamp y Frank's Nursery & Crafts. Había controlado los viveros de Calloway en el pasado antes de que Calloway fuera escindida con la oferta pública mencionada anteriormente.

Últimamente, General Host había desinvertido sus rosquillas (pretzels), la sal, la comida precocinada, la cadena Farm Stores y el pescado congelado para poder concentrarse en los 280 establecimientos Frank Nursery localizados en 17 estados. Lo que me impresionaba desde el principio era el hecho de que la compañía tenía un programa a largo plazo de recompra de acciones. Recientemente, había comprado algunas a 10 dólares por acción, lo que te indica que en la opinión del experto de General Host debe de valer más de 10 dólares el precio de la acción, de lo contrario, ¿por qué se gastaría tanto dinero en sí misma?

Cuando una compañía recompra sus propias acciones que una vez ganaron un dividendo y pide prestado dinero para hacerlo, disfruta de una doble ventaja. El interés sobre el préstamo es fiscalmente deducible, y la compañía está reduciendo su gasto en el pago de dividendos, que tenía que pagar en dólares después de impuestos. Hace unos años, la acción de Exxon estaba tan deprimida que daba una rentabilidad del 8-9 por ciento. En aquel entonces, Exxon era capaz de obtener financiación al 8-9 por ciento para recomprar millones de esas acciones con dividendos. Dado que el interés sobre el préstamo era fiscalmente deducible, Exxon en realidad estaba pagando sólo un 5 por ciento para ahorrarse dividendos del 8-9 por ciento. Este simple movimiento incrementó los beneficios de la compañía sin tener que refinar una gota extra de petróleo.

Estaba muy impresionado por el hecho de que el precio de la acción de General Host hubiera caído por debajo del precio al que la compañía había recientemente recomprado acciones. Cuando tú o yo podemos comprar una parte de una compañía por menos de lo que esa misma compañía ha pagado, es una operación que deberíamos revisar. Aunque es buena señal que aquellos que poseen más información, dígame ejecutivos y demás personal, también hayan pagado más que el precio actual. Y aunque los de «dentro» apenas se equivocan (muchos en bancos de Texas y Nueva Inglaterra estaban comprando más acciones como locos mientras caía el precio), siempre hay personas inteligentes en el negocio que saben lo que éstos están haciendo, que no están inclinadas a derrochar el dinero con este tipo de mensajes. Y están dispuestos a realizar un esfuerzo extra para amortizar sus propias inversiones. Esto me lleva al Principio de Peter número 15:

**Cuando las personas de dentro de la compañía están comprando, es una buena señal, salvo que se trate de banqueros de Nueva Inglaterra.**

Así que revisando el último informe de General Host, vi como una buena señal que Harris J. Ashton, el consejero delegado y dueño de un millón de acciones, no se hubiera desprendido de ninguna de ellas durante la reciente caída del precio. Otro detalle tentador era que el valor contable de General Host era 9 dólares por acción, lo que excedía el precio de esta acción de 7 dólares. Ésta era mi idea del dinero bien gastado.

Siempre que el valor contable sube, me hago a mí mismo la misma pregunta que todos nos hacemos sobre las películas: ¿está esto basado en una historia real o es ficción? El valor contable de una compañía puede ser lo uno o lo otro? Para averiguar cuál, me voy al balance de situación.

Vamos a mirar con más detalle el balance de situación de General Host, para ilustrar mi ejercicio de tres minutos con el balance. Normalmente, hay un lado derecho y un lado izquierdo en el balance. El lado derecho muestra los pasivos de una compañía (esto es, cuánto dinero debe), y el lado izquierdo los activos (esto es, qué tiene). Aquí, hemos impreso una porción del lado izquierdo en la tabla 9-1 y el derecho en la tabla 9-2. La diferencia entre los dos lados, todos los activos menos todos los pasivos, es lo que le pertenece a los accionistas. A esto se le llaman fondos propios. Los fondos propios son 148 millones de dólares. ¿Era éste un número fiable?

De los fondos, 65 millones eran tesorería, así que esa parte ciertamente era fiable. La tesorería es tesorería. Si los restantes 83 millones en fondos era un número fiable dependía de la naturaleza de esos activos.

El lado izquierdo de un balance, que enumera los activos, puede ser una proposición opaca. Incluye cosas como inmuebles, maquinaria y otros equipamientos e inventario, que puede o no que valga aquello que dice la compañía. Una planta de acero puede estar listada en 40 millones de dólares pero si el equipamiento está desfasado, puede alcanzar cero en una venta. O los inmuebles, llevado en los libros a su precio original de compra, puede haber descendido de valor, aunque lo contrario suele ser lo habitual.

Con un distribuidor, las mercancías también se cuentan como un activo, y la fiabilidad de ese número depende del tipo de mercancías que vende. Podrían ser minifaldas que han dejado de estar de moda y que no valen nada ahora, o podrían ser calcetines blancos que siempre atraen a un comprador. El inventario de General Host consistía de árboles, flores y arbustos, que asumí tenían un valor de reventa decente.

Las adquisiciones de una compañía de otras compañías se reflejan en la categoría denominada «fondo de comercio» (o en este caso, «intangibles»), mostrando aquí 22,9 millones de dólares. El fondo de comercio es la cantidad que se ha pagado para la adquisición por encima del valor contable del activo en cuestión. Coca-Cola, por ejemplo, vale mucho más que el valor de las plantas de embotellado, los camiones y el sirope. Si General Host comprase Coca-Cola, tendría que pagar miles de millones por el nombre Coca-Cola, la marca y otros intangibles. Esta parte del precio de compra aparecería en el balance de situación como fondo de comercio.

Por supuesto, General Host es demasiado pequeña para comprar Coca-Cola, pero sólo lo estoy utilizando como ejemplo. El balance de situación indica que ha adquirido otros negocios en el pasado. Si podrá recuperar estos gastos de fondo de comercio está abierto a la especulación, y entretanto tiene gradualmente que amortizar el fondo de comercio con parte de sus beneficios.

No es seguro que los 22,9 millones de fondo de comercio de General Host realmente valga tanto. Si la mitad de los activos totales de General Host consistieran el fondo de comercio, no tendría confianza en su valor contable o en sus fondos propios. Tal como sucede, 22,9 millones de dólares de fondo de comercio sobre unos activos totales de 148 millones no es un porcentaje problemático.

Podemos asumir, entonces, que el valor contable de General Host sí se aproximaba a los 9 dólares por acción que se afirmaba.

Yendo al otro lado del balance, los pasivos, vemos que la compañía tiene 167 millones de deuda que acompañan a los 148 millones de fondos propios. Esto era problemático. Lo que quieres ver en un balance de situación es al menos el doble de fondos propios que de deuda, y cuanto más fondo de comercio y menos deuda mejor.

Un ratio elevado de deuda como éste sería en algunos casos suficiente para eliminar a la compañía de la lista de la compra, pero había un factor mitigante: mucha de esta deuda no vencía en muchos años, y no estaba comprada por los bancos. En una compañía altamente endeudada, la deuda bancaria es peligrosa, porque si la empresa tiene problemas el banco pedirá que le den su dinero de vuelta. Esto puede torcer una situación manejable en una potencialmente fatal.

De vuelta en el lado izquierdo, marqué el inventario de mercancías, que es siempre algo de lo que preocuparse con las compañías de distribución. No deseas una compañía que tenga mucho inventario, Si lo tiene, puede que signifique que el equipo gestor está difiriendo las pérdidas no señalando la mercancía no vendida y quitándosela de encima rápido. Cuando se permite a los inventarios crecer, esto sobrevalora los beneficios de una compañía. Los inventarios de General Host habían disminuido de niveles previos, como se muestra en la Tabla 9-1.

Unas cuentas a pagar grandes están bien. Muestra que General Host estaba pagando sus facturas lentamente y manteniendo la tesorería trabajando a su favor hasta el último minuto.

En el texto de su informe anual, General Host describía cómo estaba comprometida en una campaña intensa para reducir los costes de cara a convertirse en más competitiva y más rentable, como todo el mundo en América. Aunque la mayoría de las compañías hacen semejantes afirmaciones, la prueba está en la categoría de V, G y A (gastos de venta, generales y administrativos) en la cuenta de resultados (véase la Tabla 9-2). Aquí notará que los gastos de V, G y A de General Host estaban disminuyendo, una tendencia que continuó en 1991.

Resulta que General Host estaba dando varios pasos —tanto en la tierra como en el espacio exterior— para mejorar sus vicisitudes. A nivel terrestre, la compañía estaba añadiendo nuevos dispositivos de escaneo para automatizar su sistema de zona de caja. El registro de cada transacción sería luego emitido hacia arriba hasta un satélite y luego hacia abajo hasta un ordenador central. Este sistema de satélite, cuando fuese puesto en marcha, se esperaba que guardase el registro de todas las ventas en todas los centros,

para ayudar al equipo gestor a saber cuándo reponer las flores de pascua y si transferir, pongamos por ejemplo, algunos arbustos hibiscos desde la filial de Fort Lauderdale a la filial de Jacksonville.

Además, las autorizaciones de tarjetas de crédito estaban siendo aceleradas de 25 segundos por ventas hasta los 3 segundos, para hacer que las colas en las cajas registradoras avancen más deprisa y así mejorar la satisfacción de los consumidores.

Siguiendo el mismo curso que Sunbelt Nursery, General Host estaba planeando incluir una sección en cada uno de sus establecimientos Frank's Nursery para extender la temporada de ventas. Además, estaba instalando quioscos de Navidad en centros comerciales durante las vacaciones. No se trataba de una estrategia caprichosa, General Host tenía experiencia en el negocio de quioscos por haber desplegado más de 1.000 de ellos para vender sus productos Hickory Farm.

**TABLA 9-1 Balance de situación consolidado**

General Host Corporation

27 de enero de 1991 y 28 de enero de 1990	1990	1989
<i>(en miles de dólares)</i>		
<i>Activos</i>		
<i>Activos corrientes:</i>		
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	65.471 \$	110.321 \$
Activos financieros mantenidos para negociar	119	117
Cuentas y documentos por cobrar	4.447	2.588
Activos fiscales	4.265	13.504
Activos mantenidos para venta	77.816	83.813
Gastos anticipados	7.517	7.107
<b>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>159.635</b>	<b>217.450</b>
Inmovilizado material menos depreciación acumulada de 77.819 \$ y 61.366 \$.	245.212	246.316
Intangibles menos amortización acumulada de 5.209 \$ y 4.207 \$	22.987	23.989
Otros activos y cargos diferidos	17.901	18.138
	445.735 \$	505.893 \$
<i>Pasivos y Patrimonio Neto</i>		
<i>Pasivos corrientes:</i>		
Cuentas a pagar	47.944 \$	63.405 \$
Gastos devengados	41.631	38.625
Porción actual de deuda a largo plazo	9.820	24.939
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>99.395</b>	<b>126.969</b>
<i>Deuda a largo plazo:</i>		
Deuda senior	119.504	146.369
Deuda subordinada, menos el descuento de la emisión original	48.419	50.067
<b>TOTAL DEUDA A LARGO PLAZO</b>	<b>167.923</b>	<b>196.436</b>
Impuesto de sociedades diferido	20.153	16.473
Otros pasivos y créditos diferidos	9.632	12.337
<i>Compromisos y contingencias</i>		
<i>Fondos propios:</i>		
Acciones ordinario 1,00 \$ valor nominal, 100.000.000 acciones autorizadas, 31.752.450, acciones emitidas	31.752	31.752
Capital en exceso del valor nominal	89.819	89.855
Ganancias acumuladas	158.913	160.985
	280.484	282.592
Pérdida neta no realizada sobre los activos de renta variable no corrientes cotizados		(2.491)
Coste de 13.866.517 y 12.754.767 acciones ordinario en tesorería	(131.738)	(125.545)
Notas a cobrar del ejercicio de opciones sobre acciones	(114)	(878)
<b>PATRIMONIO NETO TOTAL</b>	<b>148.632</b>	<b>153.678</b>
	445.735 \$	505.893 \$



**TABLA 9-2 Cuenta de resultados**  
General Host Corporation

Año fiscal terminado el 27 de enero de 1991, 28 de enero de 1990 y 29 de enero de 1989	1990	1989	1988
<i>(En miles, excepto las cantidades por acción)</i>			
<b>Ingresos:</b>			
Ventas	515.470\$	495.767\$	466.809\$
Otros Ingresos	4.103	13.179	11.661
	519.573	508.946	478.470
<b>Costes y Gastos:</b>			
Coste de las ventas, incluyendo compra y arrendamiento	355.391	333.216	317.860
Venta, general y administrativo	145.194	156.804	147.321
Intereses y gastos de deuda	21.752	26.813	21.013
	522.337	516.833	486.194
Pérdida por operaciones continuadas antes del impuesto de sociedades	(2.764)	(7.887)	(7.724)
Beneficio del impuesto de sociedades	(6.609)	(8.768)	(3.140)
Ingresos (pérdidas) por las operaciones continuadas	3.845	881	(4.584)
Pérdida por operaciones discontinuas		(3.424)	(12.200)
Ingresos (pérdida) antes de pérdidas extraordinarias	3.845	(2.543)	(16.784)
Pérdidas extraordinarias			(4.500)
<b>Ingresos netos (pérdidas)</b>	<b>3.845\$</b>	<b>(2.543)\$</b>	<b>(21.284)\$</b>
<b>Beneficio por acción:</b>			
Ingresos (pérdida) por operaciones continuadas	0,21\$	0,05\$	(0,23)\$
Pérdida por operaciones discontinuas		(0,18)	(0,61)
Ingresos (pérdida) antes de pérdidas extraordinarias	0,21	(0,13)	(0,84)
Pérdidas extraordinarias			(0,23)
<b>Ingresos netos (pérdida)</b>	<b>0,21\$</b>	<b>(0,13)\$</b>	<b>(1,07)\$</b>
Número de acciones medias en circulación	18.478	19.362	19.921

Es una forma barata para un distribuidor de añadir espacio de venta. General Host ya había instalado más de 100 quioscos de Frank's Nursery — provistos con papel de regalo, árboles de Navidad y guirnaldas— en centros comerciales en 1991, y la compañía planeaba incrementar el número de quioscos a 150 en la Navidad de 1992. También estaba dando pasos para anexar los quioscos y poder hacerlos permanentes.

Mientras tanto, General Host estaba abriendo nuevos establecimientos de Frank's Nursery a un ritmo constante y cuidadoso. El objetivo era crear 150 nuevos Frank's en 1995, hasta un total de 430. La compañía también lanzó una nueva línea de marca propia de fertilizantes y semillas.

A todas las compañías les gusta decirle a sus accionistas que el negocio va a ir mejor, pero lo que hacía creíble la afirmación de General Hosts era que el equipo gestor tenía un plan. La compañía no estaba esperando a mejorar la ventas de begonias, estaba dando pasos concretos (los quioscos, los centros remodelados, el sistema de satélite) para incrementar sus ingresos. Cuando un negocio tan anticuado como el de Frank's se está modernizando en todos los frentes y expandiendo al mismo tiempo, hay bastantes posibilidades de que sus ingresos mejoren.

Un detalle final reconfortante era la transacción de Calloway. En 1991, General Host había vendido la cadena de viveros de Calloway en Texas y usó los ingresos para reducir su deuda, fortaleciendo así el balance de situación.

Dado que General Host no estaba limitada al negocio de centros de jardinería, al igual que Calloway, la venta de Calloway nos da otra oportunidad para comparar dos negocios similares. Una vez más, saqué mi herramienta de inversión más sofisticada, mi calculadora de mano de 15 años, para hacer las siguientes operaciones matemáticas:

Calloway, con 13 establecimientos, estaba valorado en 40 millones de dólares, o aproximadamente en 3 millones por establecimiento. General Host tenía 280 establecimientos de Frank's Nursery, o 21 veces más tiendas que Calloway. Los establecimientos de Frank's eran viejos, más pequeños y menos rentables que los de Calloway, pero incluso si asumimos que eran la mitad de valiosos (1,5 millones de dólares por establecimiento), los 280 establecimientos de Frank deberían haber valido 420 millones.

Así que General Host tenía aquí un activo de 420 millones. Restando los 167 millones de deuda de la compañía te deja con un valor empresarial de 253 millones.

Con 17,9 millones de acciones en circulación, esto significaba que las acciones de General Host deberían venderse a 14 dólares o el doble del precio cuando hice el cálculo. Claramente, la compañía estaba infravalorada.

<b>Símbolo del valor</b>	<b>Compañía</b>	<b>Precio a 13/1/92</b>
GH	General Host	7,75\$
PIR Pier	1	8,00\$
SBN	Sunbelt Nursery	6,25\$

## Un corte de pelo apurado en Supercuts

En diciembre de 1991 me corté el pelo en Supercuts, que acababa de salir a bolsa y funcionaba bajo el símbolo CUTS. Si no fuese porque un folleto de la empresa de peluquería llegó hasta mi escritorio, nunca le hubiese sido infiel a mi barbero habitual, Vinnie DiVincenzo, quien por 10 dólares ofrece un corte de pelo con una agradable charla en su local de Marblehead, Massachusetts.

Hablamos sobre los niños, y sobre si mi viejo y oxidado AMC Concord del 77 podría calificarse como «anticuado» o como un «clásico». Espero que Vinnie, cuya empresa aún no ha salido a bolsa, me perdone aquella ausencia por el bien de mis investigaciones.

El local de Supercuts al que fui estaba en el número 829 de la calle Boylston, en Boston, en la segunda planta de una casa de piedra rojiza. Bajando la escalera, había un cartel con los precios, que yo debidamente anoté en otra de las herramientas indispensables, mi bloc de notas. El precio normal era de 8,95 dólares; un Supercut con champú subía a 12 dólares; un lavado con champú sin más, 4 dólares.

Estos precios eran similares a los que cobraba Vinnie, y notablemente inferiores a las tarifas que cobraban los salones de belleza a los que acudían mi mujer y mis hijas donde tenías que pedir un préstamo al banco para financiar una tratamiento de henna, o una permanente.

Según entré en Supercuts me saludó el gerente. Había tres clientes cortándose el pelo, mientras otros cuatro esperaban en una sala destinada al efecto. Todos eran hombres. Al final entraron algunas mujeres, aunque en conversaciones posteriores con la compañía me enteré de que más del 80 por ciento de sus clientes eran hombres, mientras el 95 por ciento de los estilistas

(que al parecer ya no se llaman barberos) eran mujeres. Escribí mi nombre en la lista de espera y tomé una nota mental: mucha gente piensa que merece la pena esperar por un corte de pelo en Supercuts.

Me senté y empecé a estudiarme el folleto y el catálogo que me había traído de la oficina. No hay una forma más útil de pasar la tarde que analizando una compañía desde su propio entorno.

En octubre de 1991, Supercuts debutó en el mercado de valores con un precio inicial de 11 dólares por acción. Era un negocio de franquicia, el McTrim de las peluquerías, con más de 650 establecimientos ya en marcha. Los fundadores habían vendido su participación y el nuevo equipo gestor emprendió una vigorosa campaña de expansión. Consiguieron persuadir a Ed Faber, exdirector de Computerland, para que renunciase a la jubilación para supervisar el proyecto.

Yo recordaba que Faber era exmarine y que había hecho maravillas con Computerland en su fase alcista más acusada, antes de que se desbaratase. Se fue él, la compañía se hundió, y luego regresó. Fue una sorpresa encontrar a un exmarine metido en el mundo de la peluquería, pero en realidad no importa mucho a lo que la compañía se dedique. La mayor habilidad de Faber consistía en ser capaz de transformar unos pocos establecimientos en una cadena de franquicias que operaba por todo el país.

La teoría detrás del éxito de Supercuts es que la industria del cuidado capilar, que mueve entre 15 y 40.000 millones de dólares, está dominada principalmente por barberos independientes como Vinnie y por salones locales de peluquería unisex. Los barberos son una raza en extinción (en el estado de Nueva York, por ejemplo, el número de peluqueros con licencia se ha reducido a la mitad en la última década). El pelo crece casi un centímetro y medio al mes, y si desaparecen los Vinnies del mundo, alguien tendrá que cortarlo. Es la oportunidad perfecta para una franquicia de extensión nacional, bien gestionada, para quedarse con el mercado.

Se trata del mismo tipo de situación que me encontré unos años atrás cuando Service Corporation International comenzó a tomar las riendas del mercado de los servicios funerarios. La gente se muere con regularidad, y alguien tiene que enterrarlos, y la industria estaba repleta de pequeños e ineficientes operadores cuyos hijos querían estudiar en la facultad de derecho.

Según el folleto de Supercuts, cada uno de sus estilistas está formado para ejecutar un rápido y eficiente corte de pelo sin perder el tiempo, lo que casa a la perfección con la ética de los noventa. Pertrechados con pequeñas tijeras y un «peine revolucionario», los estilistas de Supercuts son capaces de atender a 2,8 clientes cada hora, y además se supone que el corte que te hacen en Albuquerque va a ser el mismo que te harían en Miami.

Siempre hay algo nuevo que aprender durante estas investigaciones. ¿Sabías que los peluqueros necesitan tener una licencia? Yo no, pero la necesitan, y ya es más de lo que necesita un gestor de fondos. No existen requisitos para gestionar miles de millones de dólares, pero antes de que alguien te recorte las patillas, deberá haber aprobado algún tipo de examen. Dados los resultados promedio que han obtenido los gestores de fondos durante la última década, quizá debería ser al contrario.

Una estilista de Supercuts cobra entre 5 y 7 dólares la hora, que no es gran cosa, pero se ve incrementado con beneficios sanitarios, y a 2,8 clientes por hora, puede (digo «una estilista» porque predominan las mujeres) duplicar su salario con las propinas.

Mientras tanto, cada estilista está facturando para la franquicia 30 dólares cada hora, y he ahí la razón por la cual es tan rentable regentar un establecimiento de Supercuts. Esto no es como en la industria del aluminio, en la que la mitad de las ganancias son absorbidas por las inversiones en las plantas y en los equipos. En un salón de peluquería, aparte de la renta del local, el mayor gasto corriente son las tijeras y los peines.

Como leí en el folleto, la inversión media en un Supercuts es de 100.000 dólares en los inicios; este dinero se destina a pagar la cuota de franquicia, los lavabos, las sillas de peluquería, la decoración, el champú, etc. En sólo dos años operativo, se espera que un establecimiento genere un retorno sobre el capital del 50 por ciento antes de impuestos, resultado que supera casi cualquier retorno que cualquiera de nosotros podamos obtener en cualquier otra inversión y explica por qué la compañía lo tiene tan fácil para conseguir nuevos franquiciados.

Lo que es bueno para el propietario también es bueno para los accionistas, y ésta es la parte que a mí me interesa. La compañía recibe un 5 por ciento de los ingresos brutos y un 4 por ciento de las ventas de los

productos Nexxus ofertados en cada establecimiento. (Pude verlos en las estanterías que había contra la pared al otro lado de la sala.) Sus costes administrativos son mínimos. El mayor gasto radica en formar a los estilistas. Supercuts contrata un profesor (al que paga 40.000 dólares anuales) para cada diez nuevos establecimientos, pero más tarde estos diez nuevos establecimientos generarán 300.000 dólares de ingresos anuales.

Una de las primeras cosas que necesitas saber sobre el comercio minorista, como hemos mencionado antes, es si se puede permitir una expansión. Un vistazo al balance general me permitió observar que la deuda equivalía al 31 por ciento del capital total, una cifra inquietante que requería más explicaciones. Y tomé nota de ello.

Llegado a este punto en mis deliberaciones (los empleados que me vieses husmeando y tomando notas debieron pensar que era un espía del sindicato de barberos), dijeron mi nombre y me condujeron pasadas las sillas reclinables hasta la habitación de los lavacabezas y el champú. Un joven y atractivo especialista me lavó el pelo con rapidez y luego me acompañó hasta la zona de corte, donde me envolvió en una toalla y procedió a cortarme todo, incluidas las patillas. Todo ocurrió tan rápido que no tuve tiempo de hacer objeciones. Me sentí como un seto en el jardín de la película *Eduardo Manostijeras*.

Aunque en circunstancias normales nunca estoy seguro de si me veo bien o mal, cuando me vi en el espejo de Supercuts no protesté, y preferí esperar al veredicto que realmente importa, el de mi familia. Todo lo que sabía era que el estilo rapado estaba de moda.

Cuando llegué a casa y Carolyn y mis hijas me recibieron con un «¿Qué te han hecho?», me di cuenta de que el look rapado no estaba de moda, al menos no para un hombre de cuarenta y ocho años con el pelo canoso estilo Warhol. Muchos de mis conocidos me dijeron que parecía «joven» pero, solamente, me pareció, porque querían ver el lado positivo sin mentir demasiado, y «joven» era la mejor opción. Cuando la gente me dice que parezco más joven, me doy cuenta de que en algún momento han pensado que parecía viejo y no me lo han querido decir.

He aquí una excepción a la regla de que te tiene que gustar el negocio antes de comprar acciones. Después de haber sido esquilado en Supercuts, me di cuenta de que me gustaban sus acciones (o al menos lo que decía su folleto) más de lo que me gustaban sus establecimientos. Me prometí a mí mismo no volver a serle infiel a Vinnie DiVincenzo y a su corte de 10 dólares.

El problema del seto de jardín lo saqué a colación en una llamada a California en la que hablé con el vicepresidente ejecutivo y director financiero, Steven J. Thompson. Se compadeció de mí por haber perdido mis patillas y luego dijo: «La buena noticia es que el pelo vuelve a crecer a un ritmo promedio de 1,5 centímetros al mes». Yo ya había recobrado la esperanza cuando leí este dato en su panfleto.

Ya hemos tomado en consideración la idea de que los estilistas de Supercuts son todos ellos profesionales con licencia que toman cursos para refrescar su formación cada siete meses, y que los beneficios sanitarios y las propinas atraen empleados. Lo que me preocupaba era la alta rotación y la mala relación entre unos empleados poco cualificados y/o insatisfechos. Pregunté por el índice de rotación, a lo que el señor Thompson contestó que por ahora era bajo.

La mayoría de las noticias eran positivas. El nivel de endeudamiento que me llamó la atención al principio como un potencial problema resultó no serlo tanto como pensaba. Supercuts tenía un flujo de caja libre de 5,4 millones de dólares al año, y según me dijo el señor Thompson, en su mayoría se aplicaría al pago de la deuda. En el año 1993 la compañía esperaba no tener nada de endeudamiento, y el gasto en intereses de 2,1 millones de dólares presente en 1991 desaparecería.

Partiendo de que se trataba de una franquicia, el dinero para abrir nuevos establecimientos saldría del bolsillo de los franquiciados. Éste era otro plus enorme: Supercuts podría expandirse rápidamente sin utilizar su propio capital y sin excesivo apalancamiento.

La mayor ventaja de todas era que 250 millones de americanos necesitaban cortarse el pelo todos los meses, y aun con los peluqueros tradicionales en declive, ninguna cadena de establecimientos había aparecido para llenar ese vacío. Entre los mayores competidores de Supercuts se encontraba Regis Corporation, que controla Mastercuts en centros



comerciales, donde las rentas son mucho más altas y la clientela en su mayoría es femenina; Fantastic Sam's, que posee el doble de establecimientos que Supercuts pero la mayoría son franquicias que producen menos de la mitad de los ingresos que genera un establecimiento de Supercuts; y J. C. Penney, cuyos salones unisex se reducen a las tiendas de J. C. Penney.

Supercuts tiene la ventaja adicional de abrir por la tarde-noche y los domingos. La compañía ha estado trabajando en una campaña de publicidad a nivel nacional para lograr el reconocimiento de marca del que ninguno de sus competidores aún gozaba. Esto significaba un 20 por ciento de crecimiento en las primeras fases de su ascenso, cotizando a dieciséis veces sus beneficios en el momento en que la recomendé.

Al final, las excelentes cifras ganaron a mis antiguas patillas, y pregoné las bondades de la compañía en *Barron's*. «Probé a cortarme allí el pelo», dije al resto del panel. «¿Es éste tu corte de pelo actual?», me preguntó Mario Gabelli, y tuve que admitir que así era. «No vamos a publicitar eso», dijo Abelson.

<b>Símbolo del valor</b>	<b>Compañía</b>	<b>Precio a 13/1/92</b>
CUTS	Supercuts	11,33 \$

## Flores en el desierto

Grandes compañías en industrias pésimas

### Sun TV & Appliances

Siempre estoy buscando grandes compañías en industrias pésimas. Una gran industria que está creciendo rápidamente, como la informática o la tecnología sanitaria, atraen demasiada atención y muchos competidores.

Como dijo una vez Yogi Berra sobre un famoso restaurante de Miami Beach: «Es tan popular que ya nadie va allí». Cuando una industria se vuelve demasiado popular, nadie saca más dinero ya de ella.

Como inversión antes elegiría en todo caso una industria en declive que una gran industria. En una industria pésima, si acaso una que crece lentamente, los débiles se hunden y los supervivientes aumentan su cuota de mercado.

Una compañía que pueda tomar una cuota de mercado cada vez mayor en un mercado estancado es mucho mejor que otra que tiene que batallar para proteger una cuota decreciente de un mercado prometedor. Esto nos lleva al Principio de Peter número 16:

**En los negocios, la competitividad nunca es tan saludable como la dominación total.**

Las mejores compañías de las peores industrias comparten ciertas características. Son operadores de bajo coste, y ahorradores en las suites ejecutivas. Evitan endeudarse. Rechazan el sistema corporativo de castas que da lugar a Brahmanes de traje y corbata, y trabajadores intocables. Sus empleados están bien remunerados y tienen interés en el futuro de la empresa.

Encuentran nichos, partes del mercado que otras compañías más grandes han pasado por alto. Crecen rápido, más rápido que muchas compañías que pertenecen a las industrias de rápido-crecimiento más populares.

Ostentosas salas de juntas, desorbitados salarios de los ejecutivos, tropas de empleados desmoralizados, un excesivo endeudamiento, y resultados mediocres van de la mano. Pero también a la inversa. Unas salas de juntas más modestas, salarios razonables, una plantilla motivada, y poco endeudamiento equivalen a unos resultados superiores la mayor parte del tiempo.

Llamé a John Weiss, un analista de Montgomery Securities en California que había escrito informes sobre varias cadenas de tiendas de descuento. Quería conocer su opinión sobre Good Guys, un valor que había estado siguiendo desde 1991. Weiss me dijo que uno de sus competidores, Circuit City, estaba dañando sus beneficios. Cuando le pregunté qué más operadores de esta pésima industria le gustaban, mencionó Sun TV & Appliances.

La versión de Weiss sobre la historia de Sun TV fue tan convincente que tan pronto como acabé de hablar con él llamé a su sede de dirección central en Ohio para obtener información de fuentes primarias.

Cuando puedes tener al consejero delegado al otro lado de la línea sin esperas y sin antes haber conocido a esta persona, te das cuenta de que la compañía no sufre de exceso de jerarquía. Me pusieron con Bob Oyster, un tipo amigable. Estuvimos alabando los cursos de golf de Ohio antes de entrar de lleno en el objeto de la llamada.

Sun TV es el único outlet de descuento de pequeños electrodomésticos. Oyster me contó que había siete tiendas de Sun TV sólo en Columbus. La tienda más rentable de la compañía está situada en Chilicothe, Ohio, un nombre que mis compañeros de *Barron's* no son capaces de pronunciar. También goza de una posición dominante en el área de Pittsburgh.

A los aficionados a las banalidades y a los accionistas de Sun TV & Appliances les alegrará saber que el 50 por ciento de la población estadounidense vive dentro de las 500 millas alrededor de Columbus. De hecho, Columbus es la única gran ciudad al este del Mississippi y al norte de la línea de Mason-Dixon que aumentó su población entre 1950 y 1990.

El crecimiento de la población en esta zona de Ohio, noticia que aún no ha alcanzado la costa Este, son buenos augurios para el futuro de Sun TV. La compañía se embarcó en un ambicioso programa de expansión (siete nuevas tiendas en 1991, cinco más en 1992), que resultaría en un total de 22 establecimientos. Mantenía menos de 10 millones de dólares de deuda. Con el precio de sus acciones a 18 dólares, su ratio PER era de 15. Esto suponía un crecimiento del 25-30 por ciento con un ratio PER de 15. Varios de sus competidores luchaban por mantenerse en el negocio.

Sun TV hizo dinero durante la recesión de 1990-1991, cuando la economía estaba fatal, la venta de viviendas era muy pobre, y la gente no compraba nuevos electrodomésticos. Los ingresos de la compañía, de hecho, se incrementaron en 1991. No había razones para dudar que lo haría aún mejor en 1992.

Sin embargo, Sun TV tiene mucho que demostrar antes de entrar a formar parte de mi «equipo estrella» de grandes compañías en industrias decadentes. Una cartera simulada de estos Siete Magníficos (más Green Tree, que es un miembro provisional) habría dado lugar a los resultados que se muestran en la Tabla 11-1. La mayoría de estos valores han sufrido recientes subidas aceleradas, razón que me llevó a excluirlos en mi lista de recomendaciones en 1992. Pero merece la pena volver sobre cada uno de ellos más tarde.

## **Southwest Airlines**

En los años ochenta, ¿qué negocio iba peor que el de las aerolíneas? Eastern, Pan Am, Braniff, Continental, y Midway quebraron, y otras muchas estuvieron a punto, y aun así en esa desastrosa década las acciones de Southwest Airlines aumentaron su precio desde los 2,40 dólares hasta los 24. ¿Por qué? Principalmente por todas las cosas que Southwest Airlines no hizo.

No volaba a París, no servía sofisticados menús, no tomaba prestado demasiado dinero para comprar muchos aviones, no pagaba en exceso a sus ejecutivos, y no les dio razones a sus trabajadores para estar insatisfechos con la compañía.

**TABLA 11-1 La cartera de los Siete Magníficos (+1)**

<b>Compañía</b>	<b>Rentabilidad acumulada 1990-1991</b>
Southwest Airlines	115%
Bandag	46%
Cooper Tire	222%
Green Tree Financial	188%
Dillard	75%
Crown Cork & Seal	69%
Nucor	50%
Shaw Industries	17%
Media de la cartera	87%
S&P 500	26%

Southwest Airlines (símbolo LUV) fue la operadora de más bajo coste del mercado. ¿Cómo conocemos este dato? La estadística reveladora es la del «coste operativo por asiento-milla». El de Southwest se encontraba entre 5 y 7 centavos durante una época en la que la media de la industria se situaba entre 7 y 9 centavos.

Una de las formas de examinar el compromiso de una compañía con el ahorro es visitar su sede de dirección. «El hecho de que una compañía en la que pones tu dinero posea un gran edificio no significa que la gente que esté dentro sea inteligente, sino que tú has contribuido a pagar el edificio», dice el consejero de inversiones William Donoghue. Según mi experiencia, tiene razón. En Golden West Financial, en California, un campeón del ahorro productivo y el operador de más bajo coste en el negocio de Cooperativa de Ahorros y Préstamos, el trabajo de recepcionista lo llevaba a cabo un viejo teléfono negro y una señal que decía «Descolgar». Southwest Airlines operó durante 18 años en una oficina en Love Field, Dallas, que parecía un barracón. Lo más amable que se podía decir de ese sitio era que estaba «anticuado». En 1990, la compañía tiró la casa por la ventana y construyó un nuevo edificio de tres plantas. Se contrató a un decorador para que embelleciese el interior, pero cometió el error de intentar reemplazar las placas de los premios y fotografías de los picnics de los empleados de la compañía con obras de arte muy caras. Cuando el consejero delegado Herb Kelleher se enteró, despidió al decorador y pasó el fin de semana colgando de nuevo las placas y las fotografías.

Kelleher sentó las pautas del excéntrico espíritu de Southwest. Su oficina estaba decorada con pavos. El encuentro anual consistía en un asado de chiles. Las subidas salariales de los trabajadores de mayor rango estaban limitadas al mismo porcentaje que la de los trabajadores de rango más bajo. Una vez al mes, todos los peces gordos de Kelleher desempeñaban el papel de agentes contables o encargados de los equipajes.

Las azafatas de Southwest iban vestidas con vaqueros azules, camiseta y zapatillas. Los menús constaban de cacahuets y un aperitivo. Había premios para los pasajeros con los mayores agujeros en sus calcetines y la información de seguridad se transmitía en forma de rap.

Mientras otras aerolíneas volaban con el fuselaje ancho sobre las mismas rutas a Los Ángeles, Nueva York y Europa, Southwest encontró un nicho, las distancias cortas. Se denominaba a sí misma como «la única aerolínea de alta frecuencia, cortas distancias y bajo coste». Mientras otros se iban al traste, Southwest pasó de operar con cuatro aviones en 1978, a tener los ocho más grandes operadores del país. Era la única aerolínea estadounidense que ganó dinero todos los años desde 1973. En cuanto a rentabilidad sobre el capital, Southwest aún no ha sido superada.

Mientras sus competidores flaqueaban, Southwest estaba completamente preparado para tomar ventaja, que es lo que suele ocurrir a las grandes compañías en industrias decadentes. Recientemente se ha extendido hacia rutas abandonadas por USAir y America West, las cuales se vieron obligadas a recortar servicios debido a problemas financieros.

Los accionistas que vieron sus posiciones en Southwest multiplicarse por diez de 1980 a 1985, demostraron su paciencia de 1985 a 1990 cuando el precio de sus acciones iban a la deriva. Podía haber sido peor, podían haber invertido en Pan Am o en Eastern. Después de 1990, la paciencia fue recompensada, cuando el valor de Southwest volvió a multiplicarse por dos de nuevo.

**Bandag**

¿Qué puede ser más aburrido que una compañía que fabrica neumáticos recauchutados en Muscatine, Iowa? Nunca he estado en Muscatine, pero lo busqué en el mapa. Es un pequeño punto en el río Mississippi, al suroeste de Davenport y al sureste de Moscú, Atalissa y West Liberty.

Cualquier cosa que esté actualizada en Kansas City probablemente no haya llegado a Muscatine, lo que quizá corra en favor de Muscatine. Tampoco en Wall Street han invertido mucho tiempo en Muscatine. Sólo tres analistas han seguido la evolución de Bandag de 2 a 60 dólares en quince años.

El consejero delegado de Bandag, Martin Carver, les devuelve el favor manteniéndose lejos de Nueva York. Tiene el récord del mundo de velocidad en un camión diésel. No lo verás bebiendo champán en el patio del hotel Trump Plaza, pero, por otra parte, Carver es solvente.

Es el Southwest Airlines de los recauchutados: una gestión sin pretensiones (en el informe anual de 1988, Carver dio las gracias a su familia), dedicada al ahorro, y un nicho inusual en el que de otro modo sería un negocio muy competitivo. Cada año en Estados Unidos 12 millones de neumáticos de camiones y autobuses usados son reemplazados por recauchutados. Cerca de cinco millones de estos repuestos son de Bandag.

Bandag ha aumentado sus dividendos todos los años desde 1975. Sus ingresos han aumentado a una tasa del 17 por ciento desde 1977. Su balance general es un poco inestable, principalmente porque Bandag ha invertido en su expansión internacional (ahora posee el 10 por ciento del mercado de los recauchutados en el extranjero) y ha recomprado 2,5 millones de acciones.

Mientras sus ingresos continúan creciendo, el precio de las acciones de Bandag ha disminuido de forma muy acusada durante la Gran Corrección y después durante la crisis de Sadam. Esta sobre-reacción por parte de Wall Street era una oportunidad perfecta para comprar más acciones. En ambos casos las acciones recuperaron todo el terreno perdido y ganaron algo más.

## **Cooper Tire**

Cooper Tire es otra versión de Bandag. Ha encontrado su propio nicho en el mercado de recambio de neumáticos. Mientras los gigantes de la industria desempeñan una batalla derrochadora de recursos para equipar coches nuevos con ruedas nuevas, Cooper se mantiene al margen y provee a los coches viejos de ruedas nuevas. Es un productor de bajo coste, razón por la cual a los operadores de ruedas independientes les gusta comprar en Cooper.

A finales de los años ochenta, cuando los tres grandes (Michelin, Goodyear y Bridgestone) se fastidiaban el negocio unos a otros, Cooper ganaba dinero. Sus beneficios aumentaron todos los años desde 1985 y marcaron nuevo récord en 1991. El precio de sus acciones se triplicó desde los 10 dólares por acción de 1987 antes de la crisis de Sadam, cuando perdió gran parte de sus ingresos y cayó hasta los 6 dólares. Los inversores ignoraron los fundamentales para centrarse en el triste futuro que se avecinaba para los neumáticos después de que el mundo se acabase. Cuando se dieron cuenta de que eso no había ocurrido, el precio de las acciones se multiplicó por cinco, hasta los 30 dólares.

## **Green Tree Financial**

Esta compañía pertenece a la cartera de Enchanted Forest junto a Cedar Fair, Oak Industries, EQK Green Acres, Maple Leaf Foods y Pinelands, Inc. Green Tree tiene una tremenda deuda y un consejero delegado que está mejor pagado que, incluso, algún «segunda base»,<sup>17</sup> así que ello no la incluye en nuestra categoría de grandes compañías en industrias pésimas. La incluyo aquí para demostrar que incluso una compañía normal en una industria desastrosa puede obtener buenos resultados.

La industria de la que estoy hablando es la de los préstamos hipotecarios para casas prefabricadas. Green Tree está especializada en este tipo de préstamos, y el negocio cada vez se ha vuelto más decadente. Cada año, desde 1985, las ventas de casas móviles han disminuido. En 1990, los compradores eran tan escasos que sólo se vendieron 200.000 nuevas unidades.



Para más inri, un número récord de propietarios de casas prefabricadas estaban dejando de pagar sus préstamos y abandonando sus propiedades, dejando notas a sus prestamistas: nuestro tráiler es vuestro. No hay mucho valor en la reventa de una casa a dos aguas de diez años de antigüedad.

El desastre de la industria fue una bendición para Green Tree, porque sus principales competidores se rindieron. Valley Federal, una desdichada cooperativa de ahorros y préstamos de California, había prestado mil millones de dólares para casas prefabricadas, perdió el dinero y dejó el negocio. Lo mismo ocurrió con Financial Services Corporation, una filial de una compañía de seguros de Michigan. También con Citicorp, el mayor prestamista de hipotecas para casas prefabricadas de todos. Así que Green Tree pudo aprovecharse del mercado, en el caso de que éste se reactivase.

Había suficientes escépticos acerca del hecho de que se fuese a recuperar el mercado que las acciones cayeron hasta un mínimo de 8 dólares a finales de los años noventa. La revista *Forbes* había publicado un artículo negativo en mayo de ese mismo año. El propio titular «¿Se están marchitando las hojas de los árboles?»<sup>18</sup> era suficiente para animarte a vender tus acciones en Green Tree. El periodista hizo un trabajo concienzudo relatando cada uno de los defectos del negocio: la caída en las ventas de casas móviles, el problema de los préstamos, la grave demanda judicial que se cernía sobre los activos de Green Tree. «Incluso a sólo siete veces los beneficios, Green Tree no parece una gran ganga», concluyó *Forbes*.

Los inversores ignoraron esta mala crítica y las acciones subieron hasta los 36 dólares en tan sólo nueve meses. ¿Cómo algo tan terrible podía haber salido bien? Sin competidores, Green Tree tenía el negocio de los préstamos para casas móviles para ella sola. Y ello dio como resultado un acusado aumento en el volumen de los préstamos. La compañía también comenzó a empaquetar sus préstamos y a venderlos en el mercado secundario, igual que lo hace Fannie Mae con las hipotecas sobre las casas. También estaba concediendo préstamos para reformas más rentables, y préstamos para casas prefabricadas usadas, y comenzaba a redirigir su actividad hacia el mercado de la financiación de motocicletas.

Si hubieses comprado Green Tree tan pronto como salió el artículo de *Forbes*, habrías triplicado tu dinero en menos de nueve meses. No es que trate de reprender a una buena revista, he pasado por alto muchos Green Trees durante mi carrera. La cuestión es que un superviviente en una industria desastrosa puede revertir su fortuna muy rápido una vez que sus competidores han desaparecido. (La compañía pronto cambió su nombre por el de Green Tree Acceptance.)

## **Dillard**

He aquí otro montón de gestores campechanos con una fuerte tendencia al ahorro. La familia Dillard (principalmente William de 77 años, y su hijo William II) posee el 8 por ciento de estos grandes almacenes y casi la totalidad de las acciones con voto. Lo dirigen desde las afueras de Little Rock.

Con una perseverancia inusitada, investigan libros en busca de nuevas formas de abaratar costes, pero no todo a costa de los empleados. Los empleados de Dillard están relativamente bien pagados. Uno de los elementos en los que escatima es la deuda. Hay poco de esto en el balance.

Los Dillard adoptaron la informática muy temprano, no sólo para seguirle la pista al dinero, sino también para gestionar las mercancías. Si una camiseta se está vendiendo bien en cualquier establecimiento Dillard del país, el ordenador de la tienda lo detecta de inmediato y automáticamente envía una orden al ordenador del almacén. Después el ordenador del almacén transmite la orden al vendedor. Los gerentes de los establecimientos y los recepcionistas siempre saben qué es lo que se vende y dónde, y la compañía no tiene que mantener a un ejército de expertos deambulando para saber qué es lo que hay que comprar.

Dillard se ha mantenido al margen del mercado del glamur donde las grandes minoristas se tropiezan una y otra vez. Las tiendas de Dillard están en pequeños pueblos y ciudades como Wichita y Memphis. Mientras las cadenas más glamurosas (Federated, Allied, Macy) se reestructuran o quiebran, Dillard

se expande comprando las divisiones fracasadas de otras compañías, equipándolas con los ordenadores Dillard. Entre otros, compró Joske's de Allied, y J. B. Ivey de B. A. T. Industries.

Una inversión de 10.000 dólares en acciones de Dillard en 1980 se ha convertido en 600.000 dólares a día de hoy.

## **Crown Cork & Seal**

Crown Cork & Seal me recuerda a New England Wire & Cable, la empresa que Danny DeVito intentó comprar en *Other People's Money* («El dinero de otros»). El despacho presidencial en New England Wire era una habitación desastrosa situada sobre la fábrica, decorada con calendarios de talleres mecánicos. El despacho presidencial en Crown Cork & Seal se reduce a un loft abierto situado sobre las cadenas de montaje. New England Wire fabricaba cables, Crown Cork & Seal fabrica latas de refresco, de cerveza, de pintura, latas para comida de mascotas, garrafas de anticongelante, tapones de botella, lavadoras y enjuagadoras de botellas, corchos para botellas y calentadores de latas.

En ambos casos, el consejero delegado era un hombre de negocios con ideas anticuadas. La diferencia es que New England Wire & Cable estaba a punto de quebrar, mientras Crown Cork & Seal es el fabricante de latas más exitoso del mundo.

Probablemente no sea necesario decir que la industria de la fabricación de latas es una industria decadente con unos márgenes de beneficios muy bajos, o que Crown Cork & Seal es un productor de bajo coste. Su ratio de gastos a ventas es de un 2,5 por ciento un poco por debajo del 15 por ciento de media de la industria. Este insignificante nivel de gastos, bordeando lo monástico, fue auspiciado por el consejero delegado, John Connelly, quien murió recientemente. La hostilidad de Connelly hacia la extravagancia nos lleva al Principio de Peter número 17:

**Ceteris paribus, invierte en la compañía que tenga el menor número de fotos a color en el informe anual.**

El informe anual de Connelly tenía cero fotografías. En lo que no le importaba gastar dinero eran en las nuevas tecnologías de fabricación de latas que permitieron a CC&S mantener su estatus como el productor de más bajo coste.

Los beneficios que no se reinvertían en mejorar la fabricación de latas se utilizaban para recomprar acciones. Esto aceleró el precio por acción para fortuna de los inversores que no habían vendido. Casi habrás creído que el señor Connelly trabajaba para sus accionistas, cosa que en la mayoría de compañías parece muy excéntrica.

Desde la muerte del señor Connelly, la compañía ha cambiado su táctica. Ahora utiliza sus altos flujos de caja para comprar a sus rivales y crecer mediante una estrategia familiar. El gasto en capital ha aumentado y lo mismo ha ocurrido con el nivel de deuda, pero hasta ahora la nueva táctica ha sido tan rentable como la anterior. El precio de Crown Cork & Seal pasó de 54 a 92 dólares en 1991.

## **Nucor**

Nadie quiere estar en el negocio del acero en nuestros días, con todos los competidores japoneses y los miles de millones invertidos en equipos pronto quedará obsoleto. Los productores de renombre, U.S. Steel (alias USX) y Bethlehem Steel, un día símbolos del progreso americano, han demostrado la paciencia de sus accionistas durante 12 años. Bethlehem cayó a 5 dólares por acción en 1986 y ha recorrido un largo camino desde entonces, pero al precio actual de 13 dólares aún le queda un largo camino por recorrer hasta su máximo de 32 dólares en 1981. A USX aún le queda recorrido para llegar a su precio de 1981.

Mientras tanto, si hubieses invertido en Nucor en 1981, tus acciones de 6 dólares ahora valdrían 75 dólares, y pensarías que, después de todo, la del acero es una gran industria. O, si hubiesen invertido en Nucor a 1 dólar por acción en 1971, ahora estarías convencido de que la industria del acero es una de las industrias más importantes de todos los tiempos. No pensarías lo mismo

si hubieses comprado Bethlehem por 24 dólares por acción en 1971, porque ahora tendrías 13 dólares, el tipo de resultado que deja en buena posición a las inversiones en bonos del Tesoro.

De nuevo aquí tenemos a un pobre inconformista con una visión, F. Kenneth Iverson, un tipo que no se siente demasiado cómodo llevando a comer a los clientes de la compañía a Phil's Deli a través de su sede en Charlotte, Carolina del Norte. No hay comedor para los ejecutivos en Nucor, no hay limusinas en el parking, no hay jet corporativo en el aeropuerto, y no hay privilegios especiales por llevar traje; cuando los beneficios disminuyen, los empleados de traje y los de mono sufren el mismo recorte de salario. Cuando los beneficios aumentan (como suele ocurrir) todo el mundo recibe una bonificación.

Los 5.500 empleados de Nucor no pertenecen a ningún sindicato, pero disfrutan de mejores condiciones que sus colegas en otras plantas que sí lo hacen. Ellos toman parte en los beneficios y no pueden ser despedidos. Sus hijos tienen becas para la universidad. Si la economía se contrae y se recorta la producción, se recorta la jornada de todos los trabajadores, así el impacto que tendrían los despidos es compartido.

Nucor ha tenido dos nichos en su historia. En los años setenta se especializó en transformar la chatarra en acero apto para la construcción. Más tarde, mientras otras empresas se subían al carro de este proceso, Nucor se adelantó un paso aprendiendo a producir acero laminado de alta calidad. Estas láminas de acero enrollado podían ser utilizadas para la carrocería de los automóviles y para pequeños electrodomésticos. Con esta nueva técnica de líneas de colada delgada, Nucor ya puede competir directamente con Bethlehem y USX.

## **Shaw Industries**

Una búsqueda en la base de datos de una revista de artículos sobre esta compañía arrojó dos resultados. Había un párrafo en *Textil World* y una frase en una desconocida revista tecnológica llamada *Datamation*. También encontré dos artículos en el *Wall Street Journal* y uno en PR Newswire.

Aparentemente muy poco se había escrito sobre esta compañía de mil millones de dólares, que pronto se convertirá en una de dos mil millones, y que se ha hecho con un 20 por ciento del negocio de las moquetas en Estados Unidos.

En línea con nuestro tópico: Grandes Oportunidades en Lugares Aislados, la sede principal de Shaw se encuentra en Dalton, Georgia, situada en una colina al sur de las montañas de Blue Ridge y a un mínimo de dos horas desde el aeropuerto más cercano. Históricamente, Dalton ha sido famosa por su Baile de la Luna<sup>19</sup> y el hecho de que en 1985 a una joven de la zona se le ocurrió la idea de fabricar colchas de capitoné. Esta nueva tecnología llevó a un boom de las colchas, lo que provocó un boom de las moquetas, pero Shawn no existía por aquel entonces.

Shaw no comenzó a operar hasta 1961. El fundador, Robert Shaw, que ahora tiene 58 años, es aún el presidente y consejero delegado de la compañía, y su hermano, J. C., aún es el director. En las exiguas últimas noticias, se describe a Robert Shaw como una persona de pocas palabras, en su mayoría serias. Detrás del escritorio del presidente cuelga un letrero con una consigna pegadiza: «Mantén la cuota de mercado suficiente para conseguir la plena utilización de los medios de producción».

Hubo un día en que hizo reír a la gente cuando dijo que Shaw Industries se convertiría en una compañía de mil millones de dólares. Las carcajadas podían escucharse por todos lados en las oficinas de West Point-Pepperell, un gigante de la industria que vendía el doble de moquetas que Shaw. Las risas cesaron el día que Shaw compró West Point-Pepperell.

No había existido peor negocio en la América contemporánea. En los años sesenta, cuando los hermanos Shaw entraron en la industria, lo mismo hacía todo el mundo que tenía 10.000 dólares para invertir en la fabricación de moquetas. La zona que rodeaba a Dalton estaba salpicada con pequeños molinos, mientras 350 nuevos fabricantes de moqueta reactivaban sus telares para satisfacer la demanda nacional de moquetas para cada suelo. La demanda era enorme, pero la oferta era aún mayor, y pronto los fabricantes comenzaron a bajar precios. Esto aseguraba que nadie en la industria ganase dinero.

Más tarde, en 1982, los propietarios de vivienda redescubrieron el suelo de madera y el boom de las moquetas llegó a su fin. La mitad de los 25 fabricantes más importantes habían dejado el negocio a mitad de década. La

industria de las moquetas se convirtió en una industria estancada desde entonces, y Shaw se alzó como el productor de bajo coste.

Shaw inyecta cada dólar disponible en la mejora de las operaciones y en un mayor abaratamiento de costes. Cansado de pagar un precio muy alto por el hilo, compró una fábrica de hilo y eliminó los intermediarios. En su interminable búsqueda de la frugalidad, Shaw optó por cerrar una costosa sala de exposición y venta en Atlanta. Envía sus autobuses a Atlanta y transporta a sus clientes hasta Dalton.

Durante los peores tiempos para las moquetas, Shaw ha conseguido mantener una tasa anual de crecimiento del 20 por ciento. El precio de sus acciones ha aumentado en consecuencia, multiplicándose por 50 desde 1980. Se desfasó un poco entre 1990 y 1991, pero se duplicó de nuevo en 1992. ¿Quién iba a pensar que veríamos multiplicar nuestra inversión por 50 en moquetas?

En mayo de 1992 Shaw compró Salem Carpet Mills, para reforzar su presencia en la industria. Ahora las predicciones de Shaw auguran que para finales de siglo tres o cuatro grandes compañías dominarán el mercado mundial de las moquetas. A los competidores les preocupa que una sola compañía tan grande domine la industria de la fabricación de las moquetas, y ya saben cuál sería.

<b>Símbolo del valor</b>	<b>Compañía</b>	<b>Precio a 13/1/92</b>
SNTV	Sun TV & Appliances	18,50 \$

## Es una compra fantástica

Las cooperativas de ahorro y crédito son los últimos «intocables» dentro de las acciones. Menciona el término y la gente agarrará su cartera. Piensan en los 500.000 millones de la ley del rescate que todos tendremos que pagar, las 675 instituciones quebradas que han cerrado desde 1989, el desmesurado gasto de sus directores y responsables, los 10.000 casos de fraude bancario en curso en el FBI. Hubo un día en que la palabra «ahorro» nos recordaba a Jimmy Stewart en *Qué bello es vivir*. Ahora es Charles Keating con las esposas puestas.

Desde 1988, ha sido imposible leer un periódico sin encontrarse con alguna historia sobre la quiebra de una cooperativa de ahorros y préstamos o una demanda o imputación, o alguna trifulca en el Congreso acerca de la ley del rescate. Se han escrito al menos cinco libros sobre el tema, y ninguno se ha titulado *Cómo hacer fortuna invirtiendo en una cooperativa de ahorro y crédito*.

Aunque para las cooperativas de ahorros y préstamos que no se han metido en problemas, aún es bello vivir. Desde la perspectiva del ratio de Patrimonio Neto sobre activos, el parámetro más importante de la fortaleza financiera, más de 100 cooperativas de ahorros y préstamos, son más fuertes hoy que el banco de inversión más importante del país, J. P. Morgan. People's Savings Financial en New Britain, Connecticut, por nombrar uno, tiene un ratio de Patrimonio Neto sobre activos del 12,5 mientras el de J. P. Morgan es de 5,17.

Hay otros factores que hacen que J. P. Morgan sea un banco de inversión de tal envergadura por lo que la comparación en este caso con People's Savings Financial es, en cierto sentido, pretenciosa. La cuestión es que muchas



cooperativas de ahorros y préstamos se encuentran en una situación financiera terrorífica, que es lo contrario de lo que hemos estado escuchando anteriormente.

Existen también muchas cooperativas de ahorros y préstamos en una situación financiera desastrosa, por eso es importante hacer distinciones. He conseguido identificar tres casos: los chicos malos que cometían fraudes, los tipos avariciosos que arruinaban buenas oportunidades, y los Jimmy Stewart. Vamos a verlos uno a uno:

## **1. Los chicos malos**

El esquema clásico, que ha sido extendido por todo el país por los conniventes, funciona del siguiente modo. Un montón de gente se junta, vamos a decir 10 personas, para simplificar, y ponen 100.000 dólares cada uno para comprar acciones en una cooperativa de ahorros y préstamos llamada «In God We Trust» en Main Street. Con su millón de dólares de capital, se pueden conseguir 19 millones en depósitos y aproximadamente unos 20 millones en nuevos préstamos.

Para conseguir los 19 millones, ofrecen unas tasas de interés excepcionalmente altas para atraer nuevos certificados de depósito, y contratan brókers como Merrill Lynch y Shearson para conseguir liquidez. Unos años atrás, probablemente hubieses visto los anuncios en los periódicos: «In God We Trust ofrece un certificado de depósito con un 13 por ciento de interés garantizado por la FSLIC».<sup>20</sup> Con el Gobierno detrás, In God We Trust no tuvo ningún problema para vender certificados de depósito (CD) tan rápido como podían imprimirlos. Y los brókers estaban encantados con las millonarias comisiones que recibían.

Pronto, los propietarios y responsables de In God We Trust estaban prestando los 20 millones de dólares procedentes de los CD a sus amigos, familiares y socios en proyectos de construcción de dudoso mérito. Todo ello llevó a una burbuja inmobiliaria en muchos lugares donde no se necesitaban

tantos inmuebles. Mientras tanto, la cooperativa de ahorros y préstamos parecía muy rentable en el papel, debido a las enormes cuotas de entrada que cobraban por estos préstamos.

Estos «beneficios» se añadían al capital de la Caja, y por cada dólar invertido el capital se incrementaba, y así los propietarios y responsables podían sacar otros 20 millones de dólares en préstamos. El sistema se alimentaba a sí mismo, que es la forma en que las pequeñas cooperativas de ahorros y préstamos como Vernon, en Texas, conseguían operaciones milmillonarias. A medida que los préstamos crecían, el capital crecía, y hasta ahora era suficiente para pagar los sobornos a contables, auditores y comisiones a representantes y senadores en los poderosos consejos de los bancos, y sobraba suficiente para Lear Jets,<sup>21</sup> fiestas con prostitutas, y elefantes de importación.

Con algunas honrosas excepciones, como la de Charles Keating, la gran mayoría de las cooperativas de ahorros y préstamos que cometían fraude eran entidades no cotizadas. Los dueños y los directores que estaban involucrados en asuntos turbulentos no hubiesen aguantado el control a que están sometidas las compañías que cotizan en bolsa.

## **2. Los tipos avariciosos**

No era necesario ser un delincuente o un estafador para hundir una cooperativa de ahorros y préstamos. Todo lo que hacía falta era ser avaricioso. Los problemas comienzan cuando los directores de First Backwater Savings miraron a su alrededor y vieron a sus competidores de In God We Trust y en todas partes hacerse ricos con las cuantiosas comisiones de los grandes préstamos comerciales que habían concedido a sus amigos. Mientras otras instituciones hacían millones de un día para otro y se jactaban de ello en las fiestas, First Backwater andaba con pies de plomo, y seguía concediendo los viejos préstamos para hipoteca residencial.

Los directores de First Backwater contrataron un experto de Wall Street, Mr. Suspenders, para aconsejarles cómo obtener la máxima rentabilidad. Mr. Suspenders siempre tenía la misma idea: tomar tanto dinero en préstamos

como la ley permitía, directamente del Federal Home Loan Bank y meterlo en alguno de aquellos maravillosos préstamos comerciales que otras cooperativas de ahorros y préstamos estaban concediendo.

Así que First Backwater tomó dinero prestado del Federal Home Loan Bank, y empezó a vender certificados de depósito, y sus anuncios comenzaron a aparecer en los periódicos al lado de los de In God We Trust. Tomó el dinero y lo prestó a los promotores de edificios de oficinas, apartamentos y centros comerciales. First Backwater llegó incluso a ser socio de alguno de estos proyectos, para ganar más dinero. Luego llegó la recesión, y los potenciales ocupantes de las oficinas, los apartamentos y los centros comerciales desaparecieron, y los promotores dejaron de pagar sus préstamos. El patrimonio neto de First Backwater, que se había forjado durante 50 años, se evaporó en menos de cinco.

En esencia, ésta es la historia de In God We Trust una y otra vez, excepto por que los directores en First Backwater no le prestaron el dinero a sus amigotes, ni pagaban sobornos por debajo de la mesa.

### **3. Los Jimmy Stewart**

Las cooperativas de ahorros y préstamos tipo Jimmy Stewart son mis favoritos. Silenciosamente han estado generando beneficios todo este tiempo. Sin parafernalia ni operadores *low cost* que consiguen depósitos en el vecindario y se conforman con viejos préstamos para hipotecas residenciales. Los puedes encontrar en ciudades pequeñas por todo Estados Unidos y en ciertas áreas urbanas que los grandes bancos comerciales han pasado por alto. Algunos tienen grandes divisiones con enormes bases de depósitos, lo cual es mucho más rentable que tener muchas divisiones más pequeñas.

Aferrándose a su más básica función, una cooperativa de ahorros y préstamos del tipo de Jimmy Stewart puede evitar tener que contratar los costosos analistas y otros jefazos de los que se valen los grandes bancos. Asimismo, evitan gastar dinero en un Templo Verde para el despacho

principal, muebles de estilo victoriano en el recibidor, dirigibles, vallas publicitarias, patrocinios de celebridades, y obras de arte para las paredes. Con pósters de viajes es suficiente.

Un banco financiero como Citicorp gasta normalmente el equivalente a un 2,5 o 3 por ciento de la totalidad de su cartera de préstamos en cubrir gastos generales y otros relacionados. Por tanto, debería tomar un margen de al menos 2,5 puntos porcentuales de diferencia entre lo que paga por los depósitos y lo que recibe de sus préstamos para alcanzar el umbral de rentabilidad.

Una cooperativa de ahorros y préstamos tipo Jimmy Stewart puede sobrevivir con un margen mucho más pequeño. Su umbral de rentabilidad se encuentra en un 1,5 por ciento. En teoría, podría obtener beneficios sin conceder ningún tipo de préstamo hipotecario. Si paga un 4 por ciento de interés a los ahorradores podría invertir el producto en bonos del Tesoro y aun así seguir ganando dinero. Cuando consigue hipotecas al 8 o 9 por ciento, se convierte en una inversión muy rentable para los accionistas.

Durante años, la inspiración de todas las cooperativas de ahorros y préstamos del tipo Jimmy Stewart ha sido Golden West, una compañía situada en Oakland, California. Golden West posee y dirige tres filiales de cooperativas de ahorros y préstamos, todas ellas capitaneadas por una encantadora pareja, Herb y Marion Sandler. Poseen la serenidad de Ozzie y Harriet y la inteligencia de Warren Buffett, lo que hace la perfecta combinación para dirigir un negocio de éxito. Como Ozzie y Harriet, han conseguido eludir muchas emociones. La emoción de invertir en bonos basura que acabaron en impago, o en empresas inmobiliarias que han acabado igual, eventos ambos que les permitieron evitar la tentación de dejarse llevar por la Resolution Trust Corporation.

Los Sandler siempre han sido reacios a malgastar dinero en tonterías. Su desconfianza hacia las nuevas modas les ha llevado a no querer instalar cajeros automáticos. Nunca quisieron engatusar a los depositantes con tostadoras o cubiteras. Dejaron pasar el boom de los desastrosos préstamos para la construcción. Se quedaron estancados en las hipotecas residenciales, que aún constituyen el 96 por ciento de su cartera.

Cuando se trata de ahorrar en la recepción, los Sandler son los campeones. Estuve visitando su sede, que no está en San Francisco, como la de la mayoría de los grandes bancos, sino en un distrito barato de Oakland. Las visitas a la oficina presidencial se presentan a sí mismas mediante el teléfono negro que hay en recepción.

A los Sandler no les importa gastar dinero en divisiones, donde el objetivo es conseguir que los clientes estén tan felices y cómodos como sea posible. Distintos equipos de «compradores secretos», como los llaman ellos, son enviados cada cierto tiempo para investigar el servicio.

En un famoso incidente acontecido a mediados de los años ochenta, Marion Sandler estaba recibiendo a sus colegas en una conferencia sobre cooperativas de ahorros y préstamos en West Virginia sobre uno de sus temas favoritos, «control de la productividad y del gasto». El tema les resultó tan interesante a los directores de otras cooperativas de ahorros y préstamos que un tercio de ellos se retiraron de la sala. Fueron para escuchar coloquios acerca de nuevos sistemas informáticos y de contabilidad, pero no para escuchar a la señora Sandler hablando sobre el abaratamiento de costes. Quizá si se hubiesen quedado a escuchar su conferencia y hubiesen tomado nota, algunos de ellos seguirían hoy en la industria.

Antes de los ochenta, Golden West era una de las pocas cooperativas de ahorros y préstamos que cotizaban. Más tarde, en una vorágine de salidas a bolsa, cientos de ellos que anteriormente no cotizaban y operaban como «bancos de inversión», salieron a bolsa más o menos al mismo tiempo. Yo compré muchos de ellos para fondo de Magellan. Era tan selectivo en mis adquisiciones en esa época que me lanzaba a comprar cualquiera que contuviese las palabras «Primero» o «Confianza» en su denominación. Una vez confesé al comité de *Barron's* que había invertido en 135 de las 145 cajas de depósito cuyos panfletos habían aterrizado en mi escritorio. La respuesta de Abelson fue la que cabía esperar: «¿Y qué pasó con los restantes?».

Hay dos explicaciones para mi indiscriminada y a veces fatal atracción por las cooperativas de ahorros y préstamos. La primera es que mi fondo era tan grande y éstas tan pequeñas que para conseguir extraer de ellas algo con suficiente sustento necesitaba consumir gran cantidad, como las ballenas que se ven obligadas a vivir de plancton. La segunda razón es la manera única en

que las cooperativas de ahorros y préstamos salen a bolsa, que las convierte en una auténtica ganga desde el principio. (Para saber cómo tú también puedes conseguir algo a cambio de nada ve al apartado «La proposición de (casi) no puedo perder que Charles Givens casi se pierde»).

Los expertos en SNL Securities en Charlottesville, Virginia, que guardan registros de todas las cajas existentes, hace poco me proporcionaron una actualización sobre las contingencias ocurridas a las 464 cooperativas de ahorros y préstamos que salieron a bolsa después de 1982. Noventa y nueve de ellas habían sido adquiridas más tarde por bancos y otras cooperativas de ahorros y préstamos más grandes, normalmente con unos grandes beneficios para sus accionistas. (El ejemplo más paradigmático de esto fue el de Morris County [New Jersey] Savings Bank. El precio de oferta inicial en 1983 era de 10,75 dólares por acción, y Morris se vendía tres años más tarde por 65 dólares). Setenta y cinco de las cooperativas de ahorros y préstamos que cotizaban habían fracasado, normalmente a costa de sus accionistas. (Lo sé por experiencia personal porque contaba con varios de esta categoría.) Esto nos deja con 300 aún operando en el negocio.

## **Cómo valorar una cooperativa de ahorros y préstamos**

Cuando me entraban ganas de invertir en una cooperativas de ahorros y préstamos, siempre pensaba en Golden West, pero después de que su precio se duplicase en 1991 decidí buscar mejores opciones. A medida que bajaba en mi lista de cooperativas de ahorros y préstamos, preparando la selección de *Barron's* de 1991, encontré varios. Es imposible que inventen una mejor atmósfera para encontrar gangas.

La historia del fraude en las cooperativas de ahorros y préstamos había sido sustituida de las portadas para ser reemplazada por la historia del colapso del mercado inmobiliario residencial. Había sido el temor popular desde hacía dos años: el mercado de la vivienda iba a colapsar y a llevarse por delante el sistema financiero. La gente recordaba que cuando el mercado se fue a pique en Texas a principios de los años ochenta, varios bancos y cooperativas de ahorros y préstamos se colapsaron en solidaridad con los

primeros, y se esperaba que ocurriese lo mismo con las cooperativas de ahorro y préstamos en el noreste y en California, donde las más avariciosas ya estaban sufriendo una corrección.

Los últimos datos señalados por la Asociación Nacional de Constructores de Viviendas insistían en que el precio medio de una vivienda se había incrementado en 1990 y en 1991, y conseguieron convencerme de que el colapso del mercado de la vivienda era principalmente una ficción existente en el imaginario colectivo de los avariciosos. Yo sabía que la mejor de las cooperativas de ahorros y préstamos Jimmy Stewart tenía una participación relativamente pequeña en las viviendas más caras, activos inmobiliarios comerciales o préstamos de construcción. En su mayoría, sus carteras estaban formadas por hipotecas residenciales de 100.000 dólares. Tenían un buen crecimiento de los ingresos, una sólida base de fieles depositantes y más capital que J. P. Morgan.

Pese a ello, las virtudes de la cooperativa de ahorros y préstamos Jimmy Stewart se perdieron por el camino. Wall Street apenas invertía en estas acciones, como tampoco lo hace el inversor medio. El propio fondo de Fidelity de este tipo de compañías había pasado de 66 millones de dólares en febrero de 1987 hasta sólo 3 millones en octubre de 1990. Los brókers de bolsa han reducido su exposición en la industria, y algunos la han eliminado por completo.

Solía haber dos analistas a tiempo completo en Fidelity asignados a entidades de crédito: Dave Ellison para las más grandes y Alec Murray para las pequeñas. Murray lo dejó para irse a la Universidad de Dartmouth y no fue reemplazado por nadie. A Ellison le dieron otras grandes compañías que cubrir, como Fannie Mae, General Electric y Westinghouse, entre otras, así que el de las entidades de crédito fue para él un trabajo a media jornada.

Existen alrededor de 50 analistas en todo el país que siguen a Wal-Mart y otros 46 que siguen a Philip Morris, pero sólo unos pocos dedican su tiempo a seguirle la pista a las entidades de crédito cotizadas. Esto nos lleva al principio de Peter número 18.

**Cuando incluso los analistas están aburridos, es hora de empezar a comprar.**

Intrigado por los bajos precios de las acciones de muchas entidades de crédito, me sumergí en una copia del libro *The Thrift Digest*, mi idea de la perfecta novela de suspense. Publicado por SNL Securities, una compañía que ya he mencionado antes, y editado por Reid Nagle, que ha hecho un trabajo formidable. *The Thrift Digest* es tan espeso como el directorio telefónico de Boston, y cuesta 700 dólares al año conseguir las actualizaciones mensuales. He mencionado el precio para que no os apresuréis a encargarlo sólo para descubrir que en su lugar os podríais comprar un par de billetes de ida y vuelta a Hawái.

Si decides investigar sobre la infravaloración de las entidades de crédito —tema que para mí es mucho más excitante que cualquier viaje a Hawái— deberías buscar la última copia del *The Thrift Digest* en la librería local o tomarlo prestado de tu bróker. Yo tomé el mío prestado de Fidelity.

Invertí demasiado tiempo en este libro antes de cenar, durante la cena y después, tanto que Carolyn comenzó a referirse a él como el Antiguo Testamento. Con el Antiguo Testamento entre manos, ideé mi propio sistema de evaluación de entidades de crédito, haciendo una lista de las 145 entidades más fuertes por estado y anotando algunos parámetros clave. Esto, en resumidas cuentas, es todo lo que tienes que saber sobre una cooperativa de ahorros y préstamos:

#### PRECIO ACTUAL

No es necesario explicar nada.

#### PRECIO DE OFERTA INICIAL

Que el precio de las acciones de una Cooperativa de ahorros y préstamos esté por debajo del precio con el que comenzó a cotizar es señal de que la empresa está infravalorada. Aunque por supuesto otros factores deben tenerse en cuenta.

#### RATIO DE PATRIMONIO NETO SOBRE ACTIVOS

Es la cifra más importante de todas. Mide la fortaleza financiera y las posibilidades de «supervivencia». Cuanto mayor sea, mejor. Este ratio presenta un rango increíble, desde 1 o 2 puntos (candidatos al desguace) hasta



20 puntos (cuatro veces más que J. P. Morgan). Un ratio de PN/A de 5,5 a 6 es la media, pero, por debajo de 5 puntos, entramos en la zona de peligro.

Antes de invertir en cualquier cooperativa de ahorros y préstamos me gusta comprobar que su ratio de PN/A es de al menos 7,5 puntos. No sólo a efectos de protección contra desastres, sino también porque una cooperativa de ahorros y préstamos con un ratio de PN/A alto se convierte en un candidato atractivo para una OPA. Un exceso de capital le permite un exceso de capacidad para prestar del que un banco o una cooperativa de ahorros y préstamos más grande podrían querer aprovechar.

#### DIVIDENDOS

Muchas cooperativas de ahorros y préstamos pagan dividendos superiores a la media. Cuando uno de ellos reúne todos los demás criterios, pero además ofrece un alto rendimiento, suma puntos.

#### VALOR CONTABLE

La mayor parte de los activos de un banco o de una cooperativa de ahorros y préstamos se encuentran en sus préstamos. Una vez que te aseguras de que una cooperativa de ahorros y préstamos ha eludido la concesión de préstamos de alto riesgo (leer más adelante), puedes comenzar a confiar en que su valor contable, tal y como es consignado en sus estados financieros, es un fiel reflejo del valor real de la entidad. Muchas de las Jimmy Stewarts más rentables se venden hoy a un precio bastante inferior a su valor contable.

#### RATIO PER

Como ocurre con las acciones de cualquier compañía, cuanto más bajo sea el ratio PER, mejor. Algunas cooperativas de ahorros y préstamos con tasas de crecimiento anual del 15 por ciento tienen un PER de 7 u 8, en función de las ganancias obtenidas en los 12 meses anteriores. Es una cifra prometedora, especialmente teniendo en cuenta que el PER medio del S&P 500 era de 23 puntos cuando tomé estos datos.

#### ACTIVOS INMOBILIARIOS DE ALTO RIESGO

Aquí encontramos los problemas más comunes, en especial cuando se trata de préstamos comerciales o préstamos para construcción, que han sido la ruina de muchas cooperativas de ahorros y préstamos. Cuando los activos de alto riesgo exceden el 5-10 por ciento, empiezo a ponerme nervioso. Ceteris paribus, prefiero invertir en una cooperativa de ahorros y préstamos que tenga un porcentaje más bajo de este tipo de activos. Dado que es imposible para el inversor amateur analizar desde la distancia una cartera de préstamos comerciales, el medio más rápido es evitar las cooperativas de ahorros y préstamos que conceden este tipo de préstamos.

Incluso sin una guía como *The Thrift Digest* es posible hacer tus propios cálculos sobre los activos de alto riesgo. Examina el informe anual para comprobar el valor monetario de todos los préstamos comerciales y de construcción listados debajo del apartado de «Activos». Luego, busca el valor de todos los préstamos más importantes. Divide estos últimos entre los primeros, y llegarás a una buena aproximación del porcentaje de riesgo asumido.

#### PRÉSTAMOS MOROSOS DE 90 DÍAS

Hay préstamos que ya han caído en impago. Aquí lo que quieres es ver un número muy bajo, preferiblemente inferior al 2 por ciento de los activos totales de la entidad. También es bueno que esta cifra vaya en declive y no en aumento. Un par de puntos más puede llevarse por delante todo el capital de una cooperativa de ahorros y préstamos.

#### INMUEBLES EN PROPIEDAD

Se trata de propiedades que ya han sido embargadas. La categoría REO, como se denomina (por sus siglas en inglés, Real Estate Owned), es un indicador de los problemas pasados, porque sea lo que sea que se muestre aquí, ha sido cancelado como pérdida en la contabilidad.

Dado que son reflejo de turbulencias pasadas, un alto porcentaje de inmuebles en propiedad no es tan preocupante como un alto porcentaje de activos improductivos. Lo preocupante es que este parámetro aumente. Hay cooperativas de ahorros y préstamos que no forman parte del mercado inmobiliario, y lo último que desean es quedarse con más apartamentos, o

edificios de oficinas, que son caros de mantener y difíciles de vender. De hecho, cuando el porcentaje de inmuebles en propiedad es muy alto, es de suponer que están teniendo problemas para deshacerse de ellos.

Acabé eligiendo siete cooperativas de ahorros y préstamos para recomendarlos en *Barron's*, lo que te permite hacerte una idea de cuánto me gusta el grupo. Cinco de los cuales eran del estilo Jimmy Stewart, y dos de ellos eran apuestas arriesgadas, a éstos los llamo renacidos —que han regresado del precipicio del concurso de acreedores—. Dos de estas cinco entidades, Germantown Savings y Glacier Bancorp, son recomendaciones que repetí en 1991.

Los cinco Jimmy Stewart obtuvieron excelentes puntuaciones en distintas categorías: valor contable (cuatro de ellos se vendían con descuento), el ratio PN/A (todos ellos tenían 6 o más puntos), préstamos de alto riesgo (por debajo del 10 por ciento ratio de morosidad a 90 días (2 por ciento por debajo), inmuebles en propiedad (por debajo del 1 por ciento), y ratio PER (por debajo de 11). Que estos dos hubiesen estado recomprando sus propias acciones los meses previos fue otro punto positivo. Para Glacier y Germantown, el porcentaje de préstamos comerciales era un poco alto, pero dejó de preocuparme tanto cuando escuché las explicaciones de los banqueros.

Para estos dos renacidos algunas cifras eran un poco desalentadoras, todo aquello que un inversor prudente trataría de evitar. Los elegí como apuestas arriesgadas porque aún mantienen un alto ratio PN/A a pesar de sus problemas. Este colchón de capital les permitió cierto margen de flexibilidad para salir de problemas. La región donde operan estas dos cooperativas de ahorros y préstamos, cerca de la frontera entre Massachusetts y New Hampshire, había comenzado a mostrar signos de estabilidad.

No podría garantizar que estos renacidos vayan a sobrevivir, pero el precio de sus acciones había caído tan bajo (en el caso de Lawrence Savings, de 13 dólares a 75 centavos) que sabía que los buscadores de gangas ganarían mucho dinero si lo hiciesen.

Decenas de cooperativas de ahorros y préstamos en todo el país son tanto o más fuerte que mi top cinco. Deberías encontrar una o más de ellas en tu propio vecindario. Muchos inversores estarían muy contentos si se hubiesen concentrado en este grupo. Las Jimmy Stewart continuarán prosperando por sí mismas o serán compradas por otras entidades más grandes a precios bastante más altos que los actuales.

Una cooperativa de ahorros y préstamos con exceso de capital, con exceso de capacidad para prestar y una fiel base de depositantes es algo que los bancos comerciales codician. Los bancos comerciales sólo pueden crear depósitos en aquellos países donde están domiciliados (aunque hasta cierto punto esta tendencia está cambiando), pero pueden prestar dinero en cualquier lugar. Esto es lo que convierte la idea de adquirir una cooperativa de ahorros y préstamos en una propuesta muy tentadora.

Si fuese el Banco de Boston, por ejemplo, estaría enviando notas de amor a Home Port Bancorp de Nantucket, en Massachusetts. Home Port tiene un ratio PN/A de un 20 por ciento, convirtiéndolo quizá en la institución financiera más fuerte del mundo. Tiene también un mercado cautivo de una isla con suculentos depósitos de Nueva Inglaterra, que no van a cambiar sus hábitos financieros y correr hacia un nuevo fondo monetario.

Quizá el Banco de Boston no quiere conceder préstamos en Nantucket, pero una vez que adquiera el capital y la base de depósitos de Home Port, puede utilizar el exceso de su capacidad como prestamista para conceder préstamos en Boston o cualquier otro lugar en el país.

Durante los años 1987-1990, un período terrible para las cooperativas de ahorros y préstamos, más de 100 fueron adquiridas por instituciones más grandes que vieron el mismo potencial que el Banco de Boston debió haber visto en Home Port. Los bancos y las cajas de depósitos continuarán consolidándose a un ritmo rápido, y por un buena razón.

Actualmente, Estados Unidos tiene más de 7.000 bancos, cajas de ahorros y otras clases de depositarios, que son unas 6.500 de más.

Hay seis clases distintas de depositarios en mi pequeño pueblo en Marblehead, la mitad de todos los presentes en Inglaterra.

Nombre	Precio tercer trimestre 1991	Precio OPV	Patrimonio neto/ Activos	Dividendo	Valor contable	Activos morosos a 90 días	Activos Inmobiliarios en propiedad	Inmobiliario residencial y otros préstamos comerciales
Fuertes Austeras								
Germantown	14+ \$	9+ \$	7,5	40¢	26 ½ \$	0,5%	0,0%	7,0%
Glacier	12\$	8+ \$	11,0	40¢	11 ½ \$	0,9%	0,2%	9,2%
People's	11\$	10+ \$	13,0	68¢	18 ½ \$	2,0%	0,9%	2,7%
Eagle	12\$	11+ \$	9,7	60¢	19 ½ \$	1,8%	0,7%	2,9%
Sovereign	9+ \$	4+ \$	6,0	16¢	10 ¼ \$	0,9%	0,4%	3,9%
Renacidas								
First Essex	9\$	8\$	9,0	-	7 ¾ \$	10,0%	3,5%	13,0%
Lawrence	75¢	13+ \$	7,8	-	6 ½ \$	9,6%	7,5%	21,0%

Fuente: SNL Quarterly Thrift Digest.

## **Las cooperativas de ahorros y préstamos en profundidad**

Un inversor normal podría parar aquí, elegir cinco cajas de ahorros y préstamos que encajen en el perfil Jimmy Stewart, invertir la misma cantidad en cada una de ellas, y esperar sentado una buena rentabilidad. Una de ellas podría hacerlo mejor de lo esperado, tras dar resultados normales y una de ellas peor de lo esperado, y el resultado general sería mejor que haber invertido en empresas sobrevaloradas como Coca-Cola o Merck.

Pero en mi afán por ser un preguntón y no confiar del todo en la información de fuentes secundarias, normalmente intento aumentar mis posibilidades de ganar llamando a las compañías antes de invertir mi dinero en ellas. Mi factura de teléfono sube, pero a largo plazo me sale más rentable.

Normalmente consigo hablar con el presidente, el consejero delegado, o algún otro responsable. Da igual que esté tratando de averiguar algo específico o simplemente esté tratando de encontrar alguna sorpresa en la que los analistas de Wall Street no han reparado aún. Glacier Bancorp, por ejemplo, ha concedido más préstamos comerciales de los que me gustaría ver en una entidad tan grande. No habría comprado sus acciones, ni las hubiese recomendado, sin haber investigado antes sobre este asunto.

No tienes que ser un experto para llamar a una cooperativa de ahorros y préstamos, pero sí es conveniente que tengas una idea básica de cómo funciona este negocio. Una cooperativa de ahorros y préstamos necesita una base fiel de depositantes que mantengan sus ahorros en sus depósitos y cuentas corrientes. Su negocio consiste en hacer más dinero con ese dinero prestándolo, pero no a clientes que no vayan a pagar sus préstamos. Además, deberá mantener unos

costes operativos bajos para maximizar sus beneficios. A los banqueros les gustan los números 3 y 6: tomar prestado el dinero a 3, lo prestan a 6, juegan a golf a las 3.

En cualquier caso, hice seis llamadas a seis cooperativas de ahorros y préstamos distintas (cuatro fuertes y cuatro resucitadas) para recabar información relevante. No me molesté en llamar a Eagle Financial porque su año fiscal va de septiembre a septiembre, y su informe anual me llegó a tiempo para ver los detalles en el papel. El sueño de cualquier examinador bancario. Los informes anuales de los demás no llegarían hasta febrero o marzo. He aquí lo que descubrí en mis conversaciones:

## **Glacier Bancorp**

Telefoné a Glacier el día después de Navidad. Fui a mi oficina en Boston con mis pantalones de pijama de cuadros y una sudadera. El edificio estaba vacío a excepción del guarda de seguridad y yo.

Las vacaciones eran un momento excelente para hacer este tipo de trabajo. Siempre me impresiona cuando doy con directivos que van a la oficina un 26 de diciembre.

Bajo los escombros del mío, abrí mi fichero de Glacier Bancorp. Su precio era de 12 dólares por acción, un 60 por ciento más que el año pasado. Ello suponía un crecimiento del 12-15 por ciento vendiéndose a unas diez veces sus beneficios; no era una ganga espectacular, pero tampoco conllevaba mucho riesgo.

Antes Glacier Bancorp se llamaba «La Primera Cooperativa de Ahorros y Préstamos Federal de Kalispell», y me gustaría que se hubiesen quedado con su viejo nombre. Suena anticuado y parroquial, y a mí me resulta tranquilizador. Prefiero un nombre anticuado y parroquial a uno moderno y sofisticado, señal de que una compañía está desesperada por mejorar su imagen.

Me gustan aquellas compañías que se centran en el negocio y dejan que su imagen se cuide por sí misma. Existe una tendencia desafortunada entre las entidades financieras de quitar la palabra «banco» de su nombre y sustituirla

por «Bancorp». Sé lo que es un banco, pero la palabra «bancorp» me pone nervioso.

En cualquier caso, quien sea que fuese quien contestó al teléfono en Glacier Bancorp en Kalispell me dijo que todos estaban en la fiesta de jubilación de uno de los directivos, pero que le dirían al director, Charles Mercord, que había llamado. Debieron haberle sacado a rastras de la fiesta porque a los cinco minutos Mercord me llamó.

Preguntar al presidente o al consejero delegado de una compañía por los beneficios es un poco delicado. No vas a llegar a ningún lado soltando las cosas de sopetón: «¿Cuáles fueron vuestros beneficios el año pasado?». Primero tienes que establecer algún tipo de conexión. Nosotros estuvimos hablando sobre las montañas. Yo le dije que la familia Lynch al completo había estado en todos los estados del Oeste para visitar los grandes parques nacionales, y que nos encantaba Montana. Hablamos de la industria maderera, los búhos moteados, el área de esquí de Big Mountain, y la fundición de cobre de Anaconda, una compañía que he visitado con frecuencia como analista.

Poco a poco empecé a meterme en cuestiones más serias relacionadas con la inversión, como «¿Cuál es la población allí?», y «¿Cuál es la altitud de la ciudad?», para dirigir la conversación a cuestiones más trascendentes como «¿Tenéis pensado abrir nuevas divisiones al negocio o dejarlo como está?». Intenté hacerme una idea del espíritu del momento en Glacier.

«¿Algo reseñable en el tercer trimestre?», continué. «Habéis hecho 38 centavos.» Es mejor salpimentar estas preguntas con pequeñas cápsulas de información, de modo que tu interlocutor sepa que has hecho los deberes.

En Glacier Bancorp el ánimo era optimista. Casi no tenían préstamos impagados. En todo 1991 sólo habían tenido que cancelar 16.000 dólares en préstamos. Y habían aumentado sus dividendos por decimoquinto año consecutivo. Acababa de adquirir otras dos entidades con nombres maravillosos: the First National Banks of Whitefish y Eureka.

Así es como muchas de las cooperativas de ahorros y préstamos más grandes acelerarán su crecimiento en los próximos años. Están adquiriendo los valiosos depósitos de otras cajas de ahorros con problemas. Glacier puede incorporar los depósitos de First National of Whitefish en su propio sistema



para aumentar su capacidad para conceder préstamos. También podrá así reducir costes administrativos, y es que dos cajas de ahorros juntas pueden funcionar con menos gastos que separadas.

«Aquí estáis construyendo un activo interesante —comenté para introducir el tema de Whitefish—. Es una buena jugada, en términos contables.» Mi única preocupación era que Glacier hubiese pagado demasiado por su adquisición, un tema al que me aproximé de forma subrepticia. «Supongo que pagasteis bastante por encima del valor contable por ello», dije, invitando así al presidente de Glacier a admitir lo peor. Pero no, Glacier no había pagado de más por ello.

Estuvimos hablando sobre el 9,2 por ciento de préstamos comerciales de Glacier, el único dato inquietante que pude extraer del *The Thrift Digest*. Si se tratase de una caja de depósitos de Nueva Inglaterra, una cifra así me hubiese espantado, pero Montana no es Massachusetts. El presidente de Glacier me aseguró que su entidad no estaba prestando dinero a promotores de edificios de oficinas y apartamentos vacacionales. Los préstamos comerciales concedidos por Glacier en su mayoría eran para viviendas multinacionales, cuya demanda era importante. La población de Montana estaba creciendo. Cada año, miles de personas huyendo de la contaminación y los impuestos californianos se estaban instalando en el cielo abierto con estados con un gobierno pequeño.

Nunca acabo una conversación de este tipo sin antes preguntar: ¿qué otras entidades admira? No es muy llamativo que el consejero delegado de Bethlehem me diga que admira a Microsoft, pero cuando el director de una cooperativa de ahorros y préstamos te dice que admira a otra cooperativa de ahorros y préstamos, normalmente significa que esta última está haciendo algo bien. He encontrado muchas oportunidades con esta táctica. Así que cuando Mercord mencionó United Saving y Security Federal, me apoyé el teléfono en el cuello y abrí la guía del S&P 500 para encontrar sus símbolos, UBMT y SFBM, y los teclée en Quotron a medida que los estaba describiendo. Ambos eran de Montana y tenían unos ratios Patrimonio Neto/Activos impresionantes (Security Federal un 20 por ciento). Así que los puse en la lista de revisar más tarde.

## **Germantown Savings**

Llamé a Germantown en enero, el día antes de volar a Nueva York, para reunirme con la mesa redonda. Ésta era otra de mis recomendaciones del año anterior. Las acciones estaban a 10 dólares por entonces, ahora están a 14. Germantown estaba ganando 2 dólares por acción con un PER inferior a 7. Tenía un valor contable de 26 dólares, un ratio Patrimonio Neto/Activos de 7,5 y menos del 1 por ciento de préstamos impagados. Germantown estaba situado en los suburbios de Filadelfia. Tenía 1.400 millones de dólares en activos, y un historial maravilloso, y pese a ello ni una sola casa de análisis se había molestado en cubrir la historia. Me preparé para la llamada leyendo el último informe anual de la compañía. Los depósitos estaban llenos, lo que significa que los clientes mantenían allí su dinero, pero los préstamos estaban decayendo. Y era un declive en la parte del activo en el balance. Esto significaba que los banqueros estaban siendo prudentes y más conservadores a la hora de conceder préstamos.

Encontré aún más pruebas de la prudencia de los banqueros en la categoría «Inversiones en Valores», que había aumentado en 50 millones de dólares desde el año anterior. Dicha categoría incluye Letras del Tesoro, bonos, acciones y liquidez. Una cooperativa de ahorros y préstamos que muestra preocupación por la economía o la solvencia de los prestatarios conserva sus activos en bonos, al igual que los inversores individuales. Cuando la economía mejora y es más seguro prestar dinero, Germantown venderá los valores en los que ha invertido para conceder más préstamos, disparando los ingresos.

En este sentido, estuve examinando el informe para buscar factores poco usuales que pudiesen estar causando una falsa impresión en los inversores. Lo último que quieres es dejarte engañar por una compañía comprando sus acciones cuando la compañía informa de un aumento en los beneficios, sólo para descubrir que fue un espejismo causado por un evento puntual como la venta de los valores en que la compañía estaba invertida. Aquí me encuentro lo contrario, Germantown había generado pequeñas pérdidas con la venta de algunos de sus títulos, lo que deprimió sus ingresos habituales, pero no demasiado.

«Nuestra historia es muy aburrida», dijo el consejero delegado, Martin Kleppe, cuando conseguí contactarle por teléfono. Era el tipo de historia que me gustaba. «También tenemos un balance blindado. Cuando nosotros estamos en apuros, otros ya han abandonado.»

Para empezar, las pérdidas debidas a préstamos impagados eran escasas, e iban disminuyendo a medida que transcurría el tiempo. Sin embargo, Germantown decidió protegerse añadiendo reservas a su provisión para pérdidas por préstamos impagados, lo que puede disminuir los ingresos a corto plazo, pero acelerará las ganancias más tarde, cuando las reservas inutilizadas sean devueltas al «bote de la empresa».

La zona alrededor de Germantown no rebosa prosperidad precisamente, pero las gentes allí siempre han sido buenos ahorradores y fieles depositantes. Germantown Savings no iba a desperdiciar todo ese dinero. Por eso pensé que una cooperativa de ahorros y préstamos tan prudente podría sobrevivir a sus competidores y generar enormes beneficios tarde o temprano.

## **Sovereign Bancorp**

En el número de *Barron's* del 25 de noviembre de 1991, me topé con un artículo titulado «Hometown lender to the Well-heeled». En él se relataba cómo Sovereign Bancorp sirve a un rico punto en el sureste de Pennsylvania, desde su sede central en Reading. Me encantó la parte donde se narraba cómo suena una campana cada vez que se concede un préstamo hipotecario.

No es la única vez en mi carrera que descubro una compañía en una revista. Ojeé el informe anual y los trimestrales. En cada una de las categorías importantes, Sovereign obtuvo buenas puntuaciones. Los préstamos impagados suponían alrededor del 1 por ciento de los activos. Los préstamos comerciales y de construcción el 4 por ciento. Y además Sovereign se había provisto de reservas suficientes para cubrir el cien por cien de los posibles impagos.

Sovereign había comprado dos fondos a la Resolution Trust Corporation, lo que aceleró el incremento de sus depósitos y finalmente sus beneficios. Para revisar algunos detalles, telefoneé a Jay Sidhu, el presidente de Sovereign

nacido en India. Estuvimos hablando sobre Bombay y Madrás, ciudades que había visitado el año anterior durante un viaje de ayuda humanitaria.

Cuando fuimos al fondo del asunto, el señor Sidhu afirmó que estaban determinados a «crecer» a un ritmo de al menos un 12 por ciento al año. Mientras tanto, según las últimas estimaciones de los analistas, en 1992 sus acciones se estaban vendiendo a un PER 8.

El único detalle negativo era que Sovereign había vendido 2,5 millones adicionales de acciones en 1991. Ya hemos comentado anteriormente que normalmente es una buena señal que una compañía recompre sus propias acciones, mientras pueda permitírselo. Y, por el contrario, es una mala señal que una compañía incremente el número de acciones en circulación. Produce el mismo resultado que el Gobierno cuando imprime más dinero: se abarata la divisa.

Por lo menos Sovereign no estaba despilfarrando las remesas procedentes de su venta masiva de acciones. Por el contrario, las estuvo utilizando para adquirir más fondos de la Resolution Trust.

El modelo de éxito del señor Sidhu, como tuve el placer de descubrir, era Golden West. Básicamente, quería copiar a los austeros Sandlers recortando gastos e incrementando la concesión de préstamos. Con la herencia de sus recientes adquisiciones, los gastos generales se situaban por encima del 2,25 por ciento bastante por encima del 1 por ciento de Golden West, pero el señor Sidhu parecía decidido a disminuir esa cifra. El hecho de que fuese suyo el 4 por ciento de la compañía me hizo pensar que tendría un incentivo importante para llevar a cabo sus planes.

En lugar de insistir en las hipotecas como hacen muchas cooperativas de ahorros y préstamos, Sovereign decidió especializarse en los préstamos para después vendérselo a empaquetadores como Fannie Mae o Freddie Mac. Con esta estrategia Sovereign pudo recuperar su dinero rápido para invertirlo en nuevas hipotecas, beneficiándose de la comisión de apertura y otros pagos iniciales. El riesgo de las hipotecas era transferido a otros.

Aun así, Sovereign fue muy conservador con el tipo de préstamos que concedía. Principalmente se trataba de hipotecas residenciales. No había otorgado un solo préstamo comercial desde 1989. La media de sus préstamos hipotecarios no excedía del 69 por ciento del valor de la propiedad sobre la

que recaía la carga. Los escasos préstamos peligrosos que mantenían eran rigurosamente examinados, de modo que Sovereign pudo descubrir quién o qué comenzó a ir mal para no repetir sus errores.

Como ocurre a menudo en mis conversaciones con las distintas compañías, aprendí algo nuevo de Sidhu. Me describió un método tramposo que utilizan los bancos y cooperativas de ahorros y préstamos sin escrúpulos para camuflar sus problemas con los deudores. Digamos que un promotor te pide prestado un millón de dólares para un proyecto comercial, el banco le ofrece 1,2 millones de dólares sobre la base de una estimación inflada. Los doscientos mil dólares extra se mantienen en las reservas del banco. Si el promotor impaga, el banco puede utilizar este dinero extra para ir cubriendo los impagos del promotor. De este modo, lo que se ha convertido en un préstamo fallido, aún puede reflejarse en los libros de contabilidad como un préstamo normal, al menos temporalmente.

No sé cómo de extendida está esta práctica actualmente, pero si Sidhu está en lo cierto, es una razón más para evitar invertir en bancos y cooperativas de ahorros y préstamos con grandes carteras de promociones comerciales.

## **People's Savings Financial**

Llamé por teléfono al director financiero, John G. Medvec, a su sede corporativa en New Britain, Connecticut, cerca de Hartford. El señor Medvec me comentó que muchos bancos débiles habían fracasado en la zona, gracias a lo cual se había fortalecido el posicionamiento de People como un buen lugar para depositar el dinero. People se aprovechó de la situación mediante publicidad: en esencia se trataba de una institución financiera segura con un ratio Patrimonio Neto/Activos de 13 puntos. Como resultado de la publicidad los depósitos de People, que eran de 220 millones de dólares en 1990, crecieron hasta los 242 millones en 1991.

El ratio Patrimonio Neto/Activos de People habría sido aún mayor si no hubiese utilizado parte de su capital para recomprar sus acciones. En dos fases, esta cooperativa de ahorros y préstamos de Connecticut había retirado

un 16 por ciento de sus acciones desembolsando 4,4 millones de dólares. Si continúa comprando sus acciones de ese modo, algún día éstas serán muy escasas y valiosas. Con menos acciones en circulación, el beneficio por acción continuará creciendo aunque el negocio se estanque. Y cuando el negocio vaya bien, el precio por acción se disparará.

A los responsables de las compañías normalmente se les llena la boca cuando hablan de «aumentar el valor para el inversor» y acto seguido continúan despilfarrando el dinero de estos últimos en ostentosas adquisiciones, ignorando la forma más simple y directa de crear valor para los inversores, recomprar acciones. Negocios ordinarios como International Dairy Queen y Crown Cork & Seal han obtenido resultados espectaculares en bolsa gracias al compromiso de sus gestores de recomprar acciones. Así es como Teledyne se convirtió en una compañía que se multiplicó por 100.

Cuando People's Savings Financial salió a bolsa en 1986 sus acciones se vendían a 10,25 dólares. Cinco años después, con un número inferior de acciones en circulación, se vendía a 11 dólares. Lo que estaba deprimiendo este valor sospecho que era el estado donde se encontraba. No me refiero a estado emocional, sino a Connecticut.

En definitiva, preferiría invertir en una cooperativa de ahorros y préstamos que ha demostrado ser capaz de sobrevivir en un estado deprimido, que una que lucha por destacar en una economía pujante y nunca ha pasado por una mala época.

De mi *The Thrift Digest* había anotado que los préstamos fallidos estaban alrededor del 2 por ciento, pero quise comprobarlo mejor. Medvec me comentó que la mayoría de ellos traían causa en un solo préstamo de construcción más grande, pero que People ya había dejado de otorgar préstamos de esa categoría.

People ya había encajado el «golpe» en sus beneficios cuando estos préstamos fallidos fueron cancelados del activo. El paso siguiente era la ejecución de la propiedad. Medvec me reiteró lo que ya había oído en todas partes, que los procesos de ejecución son caros y muy prolongados en el tiempo. Pueden pasar hasta dos años para expulsar a un deudor que ha dejado de pagar. Esto no es como Scrooge echando a Bob Cratchit, dejándolo a él y al

pequeño Tim en la calle, porque en la mayoría de los casos se trata de préstamos comerciales, o en grandes casas que unos despreciables pueden ocupar durante meses, hasta que todos los recursos legales han sido agotados.

Finalmente, una propiedad ejecutada entra en la categoría de «propiedad inmobiliaria» y entonces el agraviado prestamista puede comenzar a tratar de venderla y sacar algo de dinero del préstamo fallido. En algunos casos, el prestamista obtiene más de lo esperado, así que no todo son desventajas.

Medvec y yo hablamos también sobre las condiciones del sector en la zona. Son el tipo de cosas que te preocupan cuando se trata del año 1992 en Connecticut. Me dijo que los fabricantes de hardware solían ser los mayores empleadores en New Britain, pero que el único que quedaba era Stanley Works. La Universidad Central del Estado de Connecticut y el Hospital General de New Britain han ayudado a paliar la crisis, pero el desempleo aún es alto.

Antes de colgar, le hice la típica pregunta de despedida: menciona al competidor que más te impresiona. Medvec mencionó a American Savings Bank of New Britain, con un ratio Patrimonio Neto/Activos del 12 por ciento, y que aún no había salido a bolsa. Estuve tentado a abrir una cuenta para poder estar en primera fila el día que saliese a bolsa. Si te diriges al apartado «La proposición de (casi) no puedo perder que Charles Givens casi se pierde» descubrirás por qué.

## **First Essex**

Éste es el primero de mis dos resucitados. He aquí un caso donde no tenía mucho sentido para la compañía recomprar sus acciones. First Essex salió a bolsa en 1987, con 8 millones de acciones que se vendían a 8 dólares cada una, y dos años más tarde, después de que los valores ni se inmutasen, la dirección decidió recomprar dos millones de esas acciones al mismo precio, 8 dólares. Si la compañía tan sólo hubiese esperado hasta 1991, podría haber conseguido un descuento del 75 por ciento, pues por entonces su valor había caído hasta los dos dólares por acción.

En el informe de First Essex al que tuve acceso encontré algunas cifras inquietantes: un 10 por ciento de tasa de morosidad, un 3,5 por ciento de propiedades inmobiliarias, y un 13 por ciento de préstamos comerciales y de construcción. Esta pequeña cooperativa de ahorros y préstamos de Lawrence, Massachusetts, había perdido 11 millones de dólares en 1989 y otros 28 millones de dólares en 1990, una víctima de la fiebre de los préstamos para promotores de apartamentos y magnates inmobiliarios que perecieron durante la recesión. Lawrence está situada justo en la frontera con New Hampshire, en una de las zonas más deprimidas de todo New England.

«Pesca de arrastre con un sedal de 180 metros» es la forma en que Leonard Wilson, consejero delegado de First Essex, describió su difícil situación cuando hablamos por teléfono. Durante tres terribles años, esta cooperativa de ahorros y préstamos se había enfrentado a una verdadera avalancha de ejecuciones, cada una de las cuales suponía un «golpe» para los ingresos, y una nueva propiedad inmobiliaria en el activo de First Essex hasta que esta cooperativa de ahorros y préstamos se quedó sin liquidez y con una gran cantidad de edificios vacíos que nadie quería comprar. Era el terrateniente de la región con más absentismo, ausencia de ocupantes.

Aun así, First Essex presentaba un valor contable de  $7 \frac{7}{8}$  dólares y capital suficiente para mantener un ratio de Patrimonio Neto/ Activos de 9. Y todo ello con un precio de 2 dólares por acción.

He aquí mi apuesta para una caja de ahorros como First Essex que ha caído en tiempos difíciles. Si el mercado inmobiliario se estabiliza y disminuyen las ejecuciones, la entidad sobrevivirá y podrá recuperar finalmente sus pérdidas. Sus acciones podrían fácilmente alcanzar los 10 dólares. El problema es que es muy difícil saber cuándo se estabilizará el mercado inmobiliario comercial o cuán profunda será la recesión.

En el informe anual pude ver que First Essex tenía un total de 46 millones de dólares en préstamos comerciales a finales de 1991. También tenía 46 millones de dólares de capital. Este ratio uno-a-uno entre el capital y los préstamos comerciales resultó de algún modo tranquilizante. Si el 50 por ciento de los préstamos comerciales restantes diesen malos resultados, entonces First Essex perdería el 50 por ciento de su capital, pero aún podría sobrevivir.



## Lawrence Savings

Lawrence es otra apuesta arriesgada que viene de la misma zona en el valle Merrimack. Tiene el mismo problema que First Essex, una economía local desastrosa. Sus historias también coinciden: una cooperativa de ahorros y préstamos rentable se ve envuelta en una vorágine de préstamos comerciales, pierde millones de dólares y el precio de sus acciones se colapsa.

Según el informe anual de 1990, Lawrence aún tenía un ratio Patrimonio Neto/Activos de 7,8, pero a medida que lo analizaba me di cuenta de que la apuesta era más arriesgada que en First Essex. En Lawrence, los préstamos comerciales constituían el 21 por ciento de la cartera total de préstamos, mientras que en Essex se trataba del 13 por ciento. Lawrence había otorgado más préstamos comerciales (por un valor de 55 millones de dólares) y tenía menos capital (27 millones de dólares) que First Essex. Era un margen de error mucho más pequeño. Si la mitad de los préstamos concedidos por Lawrence resultasen impagados, estaría perdido.

Ésta es la forma en que se debe analizar una apuesta arriesgada cuando se trata de cooperativas de ahorros y préstamos: compara el capital con los préstamos comerciales concedidos. Espera lo peor.

<b>Símbolo del valor</b>	<b>Compañía</b>	<b>Precio a 1/13/92</b>
EAG	Eagle Financia!	12,06\$
FESX	First Essex Bancorp	2,13\$
GSBK	Germantown Savings	14,50\$
GBCI	Glacier Bancorp	11,14\$
LSBX	Lawrence Savings Bank	1,00\$
PBNB	People's Savings	11,00\$
SVRN	Sovereign Bancorp	6,95\$

**La proposición de (casi) no puedo perder que Charles Givens casi se pierde**

Imagina que has comprado una casa y que los antiguos dueños han hecho efectivo el cheque de compra y han dejado el dinero en un cajón de la cocina junto a una nota que dice: «Quédatelo, te pertenece». Tienes la casa y no te ha costado nada.

Ésta es la clase de sorpresa agradable que les espera a los inversores en cualquier cooperativa de ahorros y préstamos que sale a bolsa por primera vez. Y dado que 1.178 cajas de ahorro aún no han dado este paso, habrá muchas más oportunidades para los inversores de sorprenderse.

Oí hablar por primera vez del reembolso del dinero en el cajón al principio de mi carrera en Magellan. Esto explica por qué compré acciones en casi cualquier cooperativa de ahorros y préstamos (un nombre distinto para la misma clase de entidad) que aparecía en mi Quotron.

Tradicionalmente, las cooperativas de ahorros y préstamos locales y los bancos de ahorro mutuo no tienen accionistas. Es propiedad de forma cooperativa de todos sus depositantes, al igual que las cooperativas de suministro eléctrico que son propiedad de todos sus usuarios. El patrimonio neto de un banco de ahorro mutuo, que puede haberse ido formando durante cien años, pertenece a todo aquel que posee una cuenta de ahorro o una cuenta corriente en cualquiera de sus áreas.

Mientras esta forma de propiedad de la entidad se mantenga, los miles de depositantes no obtienen nada a cambio de tomar riesgos en la empresa.

Cuando un banco de ahorro mutuo llega a Wall Street y vende sus acciones en una oferta pública, ocurre algo fascinante. En primer lugar, los directores de la cooperativa de ahorros y préstamos junto a los compradores de sus acciones se encuentran en el mismo lado del tablero. Los directores comprarán para sí mismos las acciones. Puede averiguar cuántas en la circular de oferta que acompaña la operación.

¿Qué precio le ponen a las acciones que ellos mismos van a comprar? Bajo.

Los depositantes, así como los directores, tendrán la oportunidad de comprar las acciones al precio de oferta inicial. Lo interesante aquí es que cada dólar que se recauda en la oferta, con deducción de los gastos de suscripción, acabará en la caja fuerte.

Esto no ocurre cuando otro tipo de compañías salen a bolsa. En estos otros casos, una parte importante del dinero va para los socios fundadores, que en ese momento se convierten en millonarios y se compran *palazzi* en Italia o castillos en España. Pero en este caso, como el banco de ahorro mutuo es propiedad de sus depositantes, no sería conveniente dividir las remesas obtenidas en la venta de acciones entre miles de vendedores que resulta que son también compradores. Por el contrario, el dinero va para la entidad, en su totalidad, para convertirse en parte del capital de la cooperativa de ahorros y préstamos.

Vamos a imaginar que una cooperativa de ahorros y préstamos local tiene un valor en libros de 10 millones antes de salir a bolsa. Luego vende acciones por un valor de 10 millones de dólares en una oferta pública, 1 millón de acciones a un precio de 10 dólares por acción. Cuando estos 10 millones pasan a las reservas de la compañía, su valor acaba de doblarse. Una compañía con un valor contable de 20 dólares ahora se está vendiendo a 10 dólares la acción.

Esto no garantiza que lo que estás consiguiendo gratis necesariamente te vaya a dar buenos resultados. Podrías estar comprando una cooperativa de ahorros y préstamos del tipo Jimmy Stewart, o podría ser una con un equipo de gestores inepto que pierde dinero y que finalmente conducirá a la pérdida total del capital y a la quiebra. Incluso en esta situación en la que aparentemente es imposible perder dinero tienes que investigar la cooperativa de ahorros y préstamos antes de invertir en ella.

La próxima vez que te topes con un banco de ahorro mutuo o una cooperativa de ahorros y préstamos cuya propiedad aún es cooperativa, plantéate parar y abrir una cuenta. De este modo, te garantizarás la posibilidad de comprar acciones al precio de oferta inicial. Por supuesto, siempre puedes esperar hasta después de la oferta para comprar tus acciones en el mercado abierto, y aún estarás comprando una ganga.

Pero no esperes demasiado. En Wall Street parecen haber descubierto el truco del dinero en el cajón de la cocina, y el incremento en los precios de las acciones de los bancos de ahorro mutuo y cooperativas de ahorros y préstamos que han salido a bolsa desde 1991 es por lo menos reseñable. Ha sido un oasis de prosperidad casi en cualquier sitio, de un lado a otro del país.

En 1991, 16 bancos de ahorro mutuo salieron a bolsa. Dos fueron adquiridos a un precio cuatro veces mayor a su precio de oferta inicial, y de los 14 restantes, el peor sube un 87 por ciento en valor. El resto han duplicado o más, y hay cuatro que han triplicado su valor, uno ha multiplicado su valor por 7 y otro por 10. Imagina multiplicar tu dinero por 10 en 32 meses invirtiendo en Magna Bancorp, Inc., una entidad de Hattiesburg, en Mississippi.

Descargar aquí las tablas 13-1, 13-2 y 13-3.



**TABLA 13-1 OPV de Bancos de ahorro mutuos completadas en 1991†**

Ticker	Nombre	Ciudad	Estado	Fecha OPV	Precio de salida*	Precio a 30/09/93	Cambio s/precio de salida (%)
MGNL	Magna Bancorp, Inc.	Hattiesburg	MS	8/3/91	3,542	37,750	965,78
CRGN	Cragin Financial Corp.	Chicago	IL	6/6/91	6,667	36,375	445,60
FFSB	FF Bancorp, Inc.	New Smyrna Beach	FL	2/7/91	3,333	13,625	308,79
COOP	Cooperative Bank for Savings	Wilmington	NC	16/8/91	5,333	20,00	275,02
KOKO	Central Indiana Bancorp	Kokomo	IN	1/7/91	7,500	27,000	260,00
AMBS	Amity Bancshares	Tinley Park	IL	16/12/91	10,000	34,000	240,00
AFFC	AmeriFed Financial Corp.	Joliet	IL	10/10/91	10,000	33,750	237,50
FCVG	FirstFed Northern Kentucky Bancorp, Inc.	Covington	KY	3/12/91	10,000	30,000	200,00
UFBI	UF Bancorp, Inc.	Evansville	IN	18/10/91	10,000	27,750	177,50
LBCI	Liberty Bancorp	Chicago	IL	24/12/91	10,000	26,250	162,50
CRCL	Circle Financial Corp.	Sharonville	OH	6/8/91	11,000	27,250	147,73
CENF	CENFED Financial Corp.	Pasadena	CA	25/10/91	6,667	16,250	143,74
KFSB	Kirksville Bancshares	Kirksville	MO	1/10/91	10,000	21,000	110,00
BELL	Bell Bancorp	Chicago	IL	23/12/91	25,000	46,750	87,00
FFBS	FedFirst Bancshares	Lumberton	NC	27/3/91	10,000	**	
DKBC	Dakota Bancorp, Inc.	Watertown	SD	16/4/91	8,000	***	

Dieciséis bancos de ahorro mutuo salieron a Bolsa en 1991. Dos han sido adquiridos. El resto de los 14 han subido. 13 de los 14 se han incrementado más de un ciento en valor.

\* Ajustado por fraccionamiento de acciones.

† Dos bancos de la lista original han sido recientemente adquiridos.

\*\* FedFirst Bancshares fue adquirido por Southern National el 29 de enero de 1993, por 48,00 \$.

\*\*\* Dakota Bancorp, Inc., fue adquirido por South Dakota Financial el 30 de julio de 1993, por aproximadamente 36,00 \$.

Nota: Kirksville Bancshares, Inc., ya no es seguida por SNL Securities. La compañía informa de que la acción no tiene mucha liquidez.

Fuente: SNL Securities L.P.

**TABLA 13-2 Los 10 mejores y los 10 peores resultados: OPV de bancos de ahorro mutuo completadas en 1992**

Ticker	Nombre	Ciudad	Estado	Fecha OPV	Precio de salida*	Precio a 30/09/93	Cambio s/precio de salida (%)
UPBI	United Postal Bancorp	St. Louis	MO	11/3/92	5,000	28,750	475,00
MSBK	Mutual Savings Bank	Bay City	MI	17/7/92	4,375	23,750	442,86
LGFB	LGF Bancorp, Inc.	La Grange	IL	18/6/92	10,000	27,250	172,50
RESB	Reliable Financial Corp.	Bridgeville	PA	30/3/92	10,000	27,000	170,00
CTZN	CitFed Bancorp, Inc.	Dayton	OH	10/1/92	9,000	24,000	166,67
HFBS	Heritage Federal Bancshares†	Kingsport	TN	8/4/92	7,667	20,000	160,86
HFCC	HF Financial Corp.	Sioux Falls	SD	8/4/92	10,000	24,750	147,50
ABCW	Anchor Bancorp Wisconsin	Madison	WI	16/7/92	10,000	24,750	147,50
AADV	Advantage Bancorp, Inc.	Kenosha	WI	23/3/92	11,500	28,000	143,48
AMFF	AMFED Financial, Inc.	Reno	NV	20/11/92	10,455	25,125	140,32
CNIT	CENIT Bancorp, Inc.	Norfolk	VA	5/8/92	11,500	20,500	78,26
ABCI	Allied Bank Capital, Inc.	Sanford	NC	9/7/92	11,500	19,500	69,57
PVSB	ParkView Federal SB	Bedford Heights	OH	30/12/92	10,000	16,750	67,50
KNKB	Kankakee Bancorp, Inc.	Kankakee	IL	30/12/92	9,875	16,500	67,09
BASF	Brentwood Financial Corp.	Cincinnati	OH	29/12/92	10,000	16,250	62,50
MIFC	Mid-Iowa Financial Corp.	Newton	IA	13/10/92	10,000	16,000	60,00
FDNSC	Financial Security Corp.	Chicago	IL	29/12/92	10,000	14,750	47,50
COLB	Columbia Banking System†	Bellevue	WA	23/6/92	8,875	12,000	35,21
FFML	First Family Federal S&LA	Eustis	FL	9/10/92	6,500	7,500	15,38
FSSB	First FS&LA of San Bernardino	San Bernardino	CA	30/12/92	10,000	9,250	-7,50

\* Ajustado por fraccionamiento de acciones.

† No estaba en la lista original.

Fuente: SNL Securities L.P.

**TABLA 13-3 Los 10 mejores y los 10 peores resultados: OPV's de bancos de ahorro mutuo completadas en 1993 hasta 30/9/93**



Ticker	Nombre	Ciudad	Estado	Fecha OPV	Precio de salida*	Precio a 30/09/93	Cambio s/precio desalida (%)
WAYN	Wayne Savings & Loan Co. MHC	Wooster	OH	23/6/93	10,000	19,875	98,75
FSOU	First Southern Bancorp	Asheboro	NC	24/2/93	10,000	18,500	85,00
JSBA	Jefferson Savings Bancorp	Baldwin	MD	8/4/93	10,000	17,000	70,00
MARN	Marion Capital Holdings	Marion	IN	18/3/93	10,000	17,000	70,00
CGFC	Coral Gables Fed corp, Inc.	Coral Gables	FL	31/3/93	10,000	16,750	67,50
HFSB	Hamilton Bancorp. Inc.	Brooklyn	NY	1/4/93	10,800	17,500	62,04
CASH	First Midwest Financial	Storm Lake	IA	10/9/93	10,000	15,750	57,50
FDEF	First Federal Savings & Loan of Defiance	Defiance	OH	21/7/93	10,000	15,250	52,50
MORG	Morgan Financial Corp.	Fort Morgan	CO	8/1/93	10,000	15,000	50,00
LFCT	Leader Financial Corp.	Memphis	TN	30/9/93	10,000	14,875	48,75
FFWD	Wood Bancorp, Inc.	Bowling Green	OH	31/8/93	10,000	13,250	32,50
FFEF	FFE Financial Corp.	Englewood	FL	26/8/93	10,000	13,250	32,50
ROSE	TR Financial Corp.	Garden City	NY	29/6/93	9,000	11,500	27,78
KSBK	KSB Bancorp, Inc.	Kingfield	ME	23/6/93	10,000	12,750	27,50
FBHC	Fort Bend Holding Corp.	Rosenberg	TX	30/6/93	10,000	12,500	25,00
SCBN	Suburban Bancorporation	Cincinnati	OH	30/9/93	10,000	12,500	25,00
TRIC	Tri-County Bancorp	Torrington	WY	28/9/93	10,000	12,250	22,50
COSB	CSB Financial Corp.	Lynchburg	VA	24/9/93	10,000	13,125	21,25
ALBC	Albion Banc Corp.	Albion	NY	23/7/93	10,000	11,250	12,50
HAVN	Haven Bancorp	Woodhaven	NY	23/9/93	10,000	10,500	5,00

\* Split: Ajustado.

Fuente: SNL Securities L.P.

En 1992, otras 42 mutualidades de ahorro salieron a bolsa. El único perdedor de este grupo ha sido First Savings en San Bernardino, y ha caído un modesto 7,5 por ciento. Todo el resto han avanzado, 38 de ellos por un 50 por ciento o más, y 23 de ellos un ciento por ciento o más. ¡Todos estos beneficios se han generado en tan sólo 20 meses!

Existen dos que han multiplicado por 4 en este grupo, Mutual Savings Bank de Bay City, en Michigan; y United Postal Bancorp en St. Louis. Una cartera con los cinco mejores resultados generaría un 285 por ciento de retorno. Incluso una persona que haya tenido la suficiente mala suerte como para elegir a los cinco peores resultados de los que salieron a bolsa en 1992 habría conseguido capitalizar un 31 por ciento de su dinero en septiembre de 1993. Invertir en esos cinco peores ha batido al S&P500 y a la mayoría de los fondos de inversión de renta variable.

Durante los nueve primeros meses de 1993, otros 34 salieron a bolsa, y en este corto período de tiempo el peor subió un 5 por ciento, 26 de ellos un 30 por ciento o más, otros 20 alrededor de un 40 por ciento o más, y 9 de ellos más de un 50 por ciento. (Todas las cifras que tengo me las han proporcionado los habilidosos expertos en números de SNL Securities.)

Desde Asheboro, en Carolina del Norte, a Ipswich, en Massachusetts, en la costa este; desde Pasadena, California, a Everett en Washington, en el Oeste; desde Stillwater, Oklahoma, a Kankakee en Illinois, hasta Rosenberg en Texas, en el centro del país, las cooperativas de ahorros y préstamos circundantes han sido la mejor inversión que cientos de miles de personas han realizado nunca. Es el ejemplo más fehaciente de cómo los inversores individuales pueden obtener resultados exitosos ignorando las compañías más demandadas por las grandes instituciones de inversión, e investigando lo que nos queda más cerca de casa. ¿Qué hay más cerca de tu casa que la cooperativa de ahorros y préstamos donde tienes tu cuenta de ahorro y tu cuenta corriente?

Una cuenta en cualquiera de estas entidades de ahorro te permite participar en la oferta pública inicial cuando tenga lugar en su caso, pero en realidad no estás obligado a hacerlo. Puedes acudir a la reunión en la que se le explica la operación a los potenciales accionistas, ver si los de dentro

comprarán acciones, leer los folletos para ver cuál es el valor contable, el PER, los beneficios, el porcentaje de morosidad, la calidad de la cartera de préstamos, etc., y es gratis. Si no te gusta la operación, la organización, o la dirección, simplemente no inviertas.

Existen aún 1.372 entidades de este tipo que todavía no han salido a bolsa. Comprueba cuáles de éstas se sitúan en tu zona. Si abres una cuenta en alguna de ellas, podrás participar en la oferta pública inicial. Siéntate y espera a ver el desarrollo de los acontecimientos.

## Sociedades limitadas maestras

### Un trato con la rentabilidad

He aquí otro grupo de compañías cuyos beneficios han estado siendo ignorados por Wall Street. Su propio nombre «sociedades limitadas» nos trae a la memoria recuerdos de los miles de inversores que fueron seducidos por los enormemente promocionados paraísos fiscales —sociedades de petróleo y gas, inmobiliarios, cinematográficos, agrícolas, y de sepulcros— en los que las pérdidas excedían con mucho la cantidad de impuestos que creían haber eludido.

Como resultado de la mala publicidad de las sociedades despilfarradoras aquellos que cotizan (las llamadas sociedades limitadas maestras) que no hicieron nada, aún sufren de mala reputación por la asociación que entre ellos se hace. Estas últimas son compañías en funcionamiento cuyo propósito es hacer dinero, no engañar al IRS.<sup>22</sup> Más de 100 Sociedades Limitadas Maestras cotizan en varios índices distintos. Cada año suelo encontrar una o dos gangas en este grupo.

El accionista en una Sociedad Limitada Maestra tiene que hacer algo de papeleo extra, ya que hay que rellenar algunos formularios fiscales especiales. Pero ahora esto es menos molesto de lo que solía ser, porque el departamento de relación con inversores los rellena por ti. Y, una vez al año, te envían una carta pidiéndote que confirmes el número de acciones que posees y si has comprado nuevas acciones durante este años.

No obstante, es una molestia suficiente para disuadir a muchos inversores de apostar por este tipo de valores, en particular a los gestores de fondos. Yo respondería hasta cuestionarios escritos en sánscrito si supiese que ello ayuda

a mantener la popularidad de estas Sociedades Limitadas Maestras por debajo de la que gozan ahora, porque la falta de popularidad mantiene los precios bajos y propicia la generación de las gangas que a veces pueden encontrarse en este grupo de compañías.

Otra característica interesante de estas Sociedades Limitadas Maestras es que son compañías que tienden a desarrollar actividades sencillas, como el baloncesto (Sociedades Limitadas Maestras de los Boston Celtics) o la extracción de petróleo y gas. ServiceMaster se dedica a los servicios de limpieza, Sun Distributors vende repuestos para coches, Cedar Fair un parque de atracciones, y EQK Green Acres explota un centro comercial en Long Island.

Incluso los nombres de estas Sociedades Limitadas Maestras parecen anticuados y desfasados. *Cedar Fair* podría fácilmente haber sido escrito por William Makepeace Thackeray y *Green Acres* por Jane Austen, y no me sorprendería ver el nombre de Tenera aparecer en Dartmoor junto a otros personajes de Thomas Hardy.

Todo suma en este grupo de compañías con unos nombres particularmente románticos, envueltos en actividades sencillas, y organizados de una forma compleja que precisa de papeleo extra. Es necesario que la persona tenga imaginación para sentirse atraída por la idea de poseer acciones de una Sociedad Limitada Maestra, para luego tener que rellenar los papeles, que la mayoría de las personas imaginativas no soportan. Una pequeña minoría de estas personas con predisposición retentiva son los que cosecharán los beneficios.

La mayor diferencia entre una Sociedad Limitada Maestra y una empresa ordinaria es que el primero distribuye todos sus beneficios entre los accionistas, ya sea como dividendos o como retorno sobre el capital. Los dividendos, por lo general, son muy altos. El retorno sobre el capital permite que un pequeño porcentaje de la distribución anual quede exenta del impuesto federal.

La primera de estas Sociedades Limitadas Maestras cotizadas apareció en 1981. La mayoría aparecieron en 1986, después de que los cambios en las leyes tributarias convirtiesen a esta forma empresarial en una opción aún más atractiva de lo que era antes. Mientras las sociedades inmobiliarias y de

explotación de recursos naturales pueden existir de forma indefinida, todos los demás deberán cerrarse en 1997-1998. En ese momento perdieron sus beneficios fiscales. Una Sociedad Limitada Maestra que gana 1,80 dólares hoy sólo ganaría 1,20 dólares en 1998. Esto es algo por lo que preocuparse en 3 o 4 años, pero no ahora.

La mayoría de mis Sociedades Limitadas Maestras favoritas cotizan en el NYSE (New York Stock Exchange). En el panel de *Barron's* del año 1991, recomendé EQK Green Acres y Cedar Fair, y un año después elegí Sun Distributors y Tenera. Las páginas siguientes son un resumen de las razones por las que me sentí atraído por ellas.

## **Eqk Green Acres**

EQK Green Acres captó mi atención después de la crisis de Sadam (las siglas EQ vienen de Equitable Life Assurance Society, uno de los socios de la compañía. La K viene de Kravco). La compañía salió a bolsa por 10 dólares cuatro años antes y llegó a alcanzar los 13,75 dólares, pero en el verano de 1990, cuando los inversores comenzaron a inquietarse por la desaparición de centros comerciales junto al resto de comercios minoristas, el precio cayó a 9,75 dólares. A ese precio, EQK Green Acres tenía un 13,5 por ciento de rendimiento, tan bueno como el de algunos bonos basura, así que pensé que sería más seguro que algunos bonos basura. El principal activo de la compañía era un enorme centro comercial en Long Island.

No sólo las acciones tuvieron la oportunidad de revalorizarse, sino que además los gestores poseían paquetes de acciones, y el dividendo había subido todos los trimestres desde que la compañía salió a bolsa.

Recuerdo algunos de estos detalles porque, por supuesto, compré algunas acciones de EQK Green Acres para Magellan. La primera vez que escuché hablar sobre esta compañía fue a un gestor de Fidelity llamado Stuart Williams, pero 750.000 personas informadas tenían en esencia el mismo consejo. Así es como mucha gente vive en las cinco millas que rodean al centro comercial de Green Acres, situado en el medio del altamente poblado condado de Nassau.

Ésta es la clase de historia que siempre me ha gustado, el tipo de historia que se puede comprobar visitando el centro comercial. Visité Green Acres y me compré un par de zapatos allí, es un sitio muy popular. Sólo hay 450 centros comerciales de este tipo en todo el país, y en contra de lo que la gente pueda pensar, no se están construyendo muchos nuevos. Si quisieras levantar un centro comercial rival de similar magnitud tendrías problemas con la zona, sin mencionar lo difícil que sería encontrar 37 hectáreas vacías que pavimentar para hacer un parking.

Las franjas comerciales se levantan en cada vecindario, pero los centros comerciales tienen lo que se puede considerar un nicho. Si crees en el valor de este nicho y quieres invertir en un centro comercial, Green Acres es la única compañía que cotiza que yo sepa que se dedica exclusivamente a la explotación de uno.

El temor del propietario de cualquier centro comercial son los puestos vacantes. Es lo primero en lo que me fijé cuando leí el informe anual. Los centros comerciales en general presentaban un 4 por ciento de desocupación de media en ese momento; la de Green Acres era aún menor. Un verdadero *insider* (es decir, un residente del condado de Nassau que compra en Green Acres) tiene la ventaja de comprobar cuáles son las vacantes cada semana, pero para mí era suficiente saber que éstas no constituían un problema.

Además, un supermercado Waldbaum y un Pergament Home Center iban a instalarse próximamente en el centro comercial, los cuales iban claramente a contribuir a incrementar las rentas del centro comercial. Un tercio de las tiendas en el centro comercial han sufrido fuertes subidas de renta entre 1992 y 1993. Un buen augurio para los ingresos futuros del centro comercial.

Los elementos más preocupantes de esta compañía eran un balance que presentaba un alto porcentaje de apalancamiento (deudas que la compañía debería devolver en 1997), un alto ratio PER, y la vulnerabilidad de cualquier centro comercial a una recesión. Todos estos elementos quedaban compensados, al menos en el corto plazo, por los excelentes dividendos y por el hecho de que el precio de las acciones ya fuese bajo. Un alto ratio PER es una característica común de las Sociedades Limitadas Maestras.

Cuando tuve que hacer mis selecciones del año 1992, las acciones de Green Acres estaban a 11 dólares. Si añades el rendimiento, el retorno total del año 1991 excedía el 20 por ciento. Era un buen beneficio, pero repasando su historial encontré más causas de preocupación. Una mala temporada de vacaciones para los minoristas hizo disminuir las rentas, que dependen en parte de un porcentaje de las ventas. Si la tienda vende menos, el centro comercial ingresa menos.

Supuestamente todos los centros comerciales y todos los minoristas estaban pasando por la misma situación, así que no puede decirse que Green Acres estuviese haciendo algo peor que el resto. Personalmente, me preocupa menos una mala racha en un sector concreto que el hecho de que una compañía esté enfrentando problemas mientras sus competidores prosperan. Sin embargo, en un párrafo llamativo en el informe del tercer trimestre de 1991, Green Acres admitió que podría renunciar el incremento de un centavo al año en sus dividendos.

Esta acción aparentemente inocua me llamó la atención, como mencioné en el capítulo 2. Si una compañía ha elevado sus dividendos durante 13 trimestres consecutivos, como hizo Green Acres, tiene un poderoso incentivo para continuar la cadena. Romperla por un penique, es decir, por un total de 100.000 dólares, me pareció sintomático de problemas más profundos.

Otro factor determinante de mi decisión de no recomendar Green Acres por segunda vez fueron las terroríficas noticias que se avecinaban por el horizonte. La compañía había anunciado que estaba negociando con dos grandes ocupantes potenciales, Sears y J. C. Penney, para arrendarles un espacio en la expansión de la segunda planta del centro comercial. Pero no había aún un contrato firmado. Si la compañía hubiese anunciado un contrato ya cerrado con Sears y con J. C. Penney, hubiese comprado tantas acciones como hubiese podido. Pero un acuerdo potencial era demasiado dudoso.

El popular precepto que dice «Compra cuando suenen los cañones, vende cuando suenen las trompetas» puede ser un consejo desafortunado. Comprar cuando las noticias son malas puede ser una estrategia muy costosa, especialmente porque las malas noticias tienden a ir a peor con el tiempo. ¿Cuánta gente ha perdido grandes cantidades de capital invertido cuando compraron después de las malas noticias que venían del Banco de Nueva



Inglaterra, después de que sus acciones ya hubiesen bajado de 40 a 20 dólares, de 20 a 10 dólares, de 10 a 5 dólares, o de 5 a 1 dólar, sólo para ver cómo se hundían hasta los cero dólares y se llevaba por delante el cien por cien de su inversión?

Comprar cuando las noticias son buenas a largo plazo es más seguro, y mejoras tus posibilidades considerablemente si esperas a su confirmación. Quizá puedas perder un dólar por acción o más, esperando el anuncio de un contrato firmado entre Sears y Green Acres, en lugar de comprar un rumor, pero si existe un acuerdo real esto supondrá en el futuro muchos más dólares por acción. Y si no existe un acuerdo real, mientras te has protegido esperando. Aplacé futuros compromisos e hice una nota para vigilar al esperado anuncio.

## **Cedar Fair**

Ésta fue la segunda de las Sociedades Limitadas Maestras que ya recomendé en 1991. Cedar Fair es la feria de condado permanentemente abierta en el centro del país. Posee y explota dos parques temáticos, un Cedar Point, en la costa del Lago Erie en Ohio, y la otra Valley Fair, en Minnesota. Abren desde mayo hasta septiembre, y los fines de semana durante el otoño.

Cedar Point tiene 10 montañas rusas distintas, incluyendo una con una de las mayores bajadas del mundo, Magnum, así como la montaña rusa de madera más alta del mundo, Mean Streak. En la pared frente a mi escritorio hay un póster de Mean Streak. Eso y la fotografía de la sede de Fannie Mae en Washington son los únicos elementos corporativos que comparten espacio con las manualidades de mis hijas y las fotografías de mi familia.

Cedar Point tiene 120 años, y tiene montañas rusas desde hace 100. Siete presidentes de Estados Unidos han visitado este parque, y Knute Rockne tuvo trabajos de verano en Cedar Point. Durante uno de sus veranos aquí, parece ser que Rockne inventó el pase adelantado. Una placa conmemora el acontecimiento.

Quizá la semana siguiente alguien podría descubrir un nuevo medicamento contra el sida y las empresas competidoras perderán la mitad de su valor de un día para otro, pero nadie va a instalar un parque de 500 millones de dólares en las orillas del lago Erie en Ohio.

Una de las ventajas de tener acciones en parques de atracciones, en contra de, por ejemplo, tener acciones en una compañía petrolífera, es que una visita anual, completada con un recorrido de prueba en la noria y un análisis fundamental en una montaña rusa, podía ser interpretada como análisis por razones de inversión. Esto les da a los adultos que adoran los parques de atracciones una gran excusa para visitarlos.

También se me ocurrió que durante una recesión, los 6 millones de personas que viven a menos de tres horas de Cedar Point podrían sustituir sus vacaciones en Francia por una agradable estancia en el hotel de Cedar Point disfrutando algún que otro viaje en la montaña rusa más grande del mundo. Es decir, se trataba de una compañía que podía beneficiarse de una contracción económica.

En 1991, las acciones de Cedar Fair subieron de 11,5 a 18 dólares que junto al dividendo distribuido supuso un retorno del 60 por ciento anual para los accionistas. A principios de 1992, me pregunté: ¿aún es buena compra Cedar Point? El rendimiento era de un 8,5 por ciento que aún es atractivo, pero no importa lo bueno que sea el dividendo, una compañía no puede prosperar a largo plazo si sus beneficios no continúan mejorando.

Para cualquier inversor, ésta es una herramienta muy útil: repasar tu cartera compañía por compañía al final de cada año y tratar de encontrar una razón por la cual el próximo año será mejor que el anterior. Si no eres capaz, la pregunta que surge necesariamente es: ¿por qué mantengo entonces las acciones de esta compañía?

Con ello en mente, llamé directamente a la compañía y hablé con el presidente, Dick Kinzel. Si Joe Oddlot no siempre puede hablar con el presidente, puede obtener la información que precisa del departamento de relación con inversores. Tener acceso al equipo gestor no le hará necesariamente un mejor inversor, así como tener acceso al dueño de un

caballo de carreras no le hará un mejor pronosticador. Los propietarios siempre tendrán para ti una razón por la cual su caballo ganará, pero se confunden el 90 por ciento de las veces.

Manteniéndome en mi línea de la discreción, no le pregunté directamente a Kinzel «¿Van a mejorar los ingresos?». Le pregunté sobre el tiempo en Ohio. Le pregunté sobre los cursos de golf en Ohio, la economía en Cleveland y Detroit, y si había sido difícil encontrar ayudantes para el verano ese año. Sólo después de haber conectado con mi interlocutor me lancé a las preguntas importantes.

Siempre que había llamado a Cedar Point los años anteriores tenían una atracción nueva —una montaña rusa nueva, o un *loop de loop*, etc.— que contribuiría a los ingresos. En 1991, la apertura de la montaña rusa de madera más alta del país definitivamente fue un extra para los ingresos; pero, en 1992, no hubo mayores acontecimientos emocionantes en Cedar Point, aparte de la expansión del hotel. La asistencia a Cedar Fair normalmente baja el año siguiente a la apertura de una nueva atracción.

Al final de nuestra conversación, no pude ver potencial de un nuevo gran movimiento en los ingresos de Cedar Fair en 1992. Me gustaba más Sun Distributors.

## **Sun Distributors**

Sun Distributors no tiene nada que ver con la energía solar. Esta compañía se escindió de Sun Oil en 1986, vende cristales para coches, vidrio laminado, cristales aislantes, cables, espejos, parabrisas, tornillos, rodamientos y sistemas hidráulicos para constructores y para tiendas de reparación de automóviles. Son actividades que aburren a los graduados de nuestras escuelas de negocio. Los analistas financieros preferirían contar las baldosas del techo antes que analizar una compañía que vende piezas de automóviles.

De hecho, un solo analista, Karen Payne, de Wheat First Securities, ha estado siguiendo la compañía, pero su informe de 1990 aparentemente iba a ser el último. Incluso el presidente de Sun, Don Marshall, al que telefoneé el 23 de diciembre de 1991, no parecía saber qué había sido de Karen.

Éste era el primer punto a favor de Sun: Wall Street la estaba ignorando.

Yo había comprado la acción en Magellan (por supuesto), y su pobre comportamiento a finales de 1991 llamó de nuevo mi atención. En realidad, había dos tipos de acciones, las de la Clase A, que daban derecho a un buen dividendo, y las acciones de Clase B, que no daban derecho a dividendo. Ambos tipos se negociaban en La Bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange). Esto suponía una complicación más aparte de la complicación implícita que tienen las Sociedades Limitadas Maestras: dos clases de acciones y papeleo extra que completar. «Sun Distributors es un negocio sencillo, bien gestionado, que esconde una estructura financiera compleja» es como la señorita Payne resumió su análisis.

Excepto por el dividendo, las acciones de Clase A ofrecen muy poco margen de crecimiento, al final la empresa recompraría sus acciones a 10 dólares cada una, y ya se estaban vendiendo a 10 dólares. La clave estaba en las acciones de Clase B, cuyo precio había caído de 4 a 2 dólares en 1991.

En el último informe de la señorita Payne, descubrí que Shearson Lehman poseía el 52 por ciento de las acciones de Clase B, y que los gestores de Sun Distributors tenían opción de comprar hasta la mitad de la participación de Shearson Lehman's a un precio fijo. Esto le daba a los directivos un fuerte incentivo para que incrementasen el aumento del valor de dichas acciones gestionando la compañía de manera exitosa. Asimismo, que el presidente estuviese en la oficina atendiendo llamadas de teléfono el 23 de diciembre, dos días antes de Navidad, me pareció una clara evidencia de que la determinación de los gestores para alcanzar su meta era firme.

Marshall es un tipo sencillo cuya historia vital no ha sido publicada en *Vanity Fair*, pero que puedes encontrarte en un libro llamado *The Service Edge*.<sup>23</sup> En su mentalidad frugal, los ejecutivos no reciben bonus a menos que la compañía obtenga buenos resultados en ese ejercicio. Éxito y no estatus es la base de la recompensa.

La esencia de mi investigación fue la misma que con cualquier compañía cuyas acciones están batiendo el mercado. ¿Sobrevivirá Sun Distributors? ¿Hizo algo más para merecer este castigo o ha sido simplemente una víctima más de una venta con pérdida fiscal que genera gangas año tras año?

Obviamente aún ganaba dinero, porque aún generaba ingresos. Sun Distributors ganó dinero todos los años desde 1986, cuando alcanzó la independencia. Incluso ganó dinero en 1991, a pesar del hecho de que el sector del cristal pasaba por una terrible decadencia generalizada, igual que el sector de los componentes electrónicos, y tampoco estaban para lanzar cohetes en la división de potencia de fluidos. Pero nuevamente estábamos ante un caso en el que un operador de bajo coste conseguía sobrevivir sacando partido de los malos tiempos que atravesaba la industria, mientras sus competidores quebraban y desaparecían.

¿Cómo sabía que era un operador de bajo coste? Pude deducirlo de la información que encontré en la cuenta de resultados (véase la Tabla 14-1). Dividiendo el coste de las ventas por las ventas netas, obtienes como resultado el margen bruto de la compañía, o su retorno sobre ventas. Este parámetro se mantuvo estable durante dos años alrededor del 60 por ciento. Mientras, Sun incrementaba sus ventas y sus beneficios seguían aumentando. Una compañía con un margen bruto del 60 por ciento está generando 40 dólares de beneficios de cada 100 dólares de valor de las mercancías que vende. Era uno de los mejores márgenes entre todos los distribuidores de cristal, tornillos, etc.

Este negocio precisa muy poco capital, otro plus en la lista de requisitos. El coste del capital ha sido la ruina de muchos grandes fabricantes, como las compañías acereras, que pueden generar 1.000 millones de dólares de ingresos anuales, pero para conseguirlos habrán tenido que gastar 950 millones. Una pequeña tienda local de lunas y recambios de coches no presenta este problema. En la segunda página del informe anual pude ver que el desembolso de Sun Distributors en gastos de capital suponía unos 3 o 4 millones de dólares al año. Comparado con sus beneficios, era calderilla.

Ser una compañía frugal en una industria estancada, que cada vez copaba más y más cuota de mercado mientras sus competidores manirroto se quedan por el camino, convirtió a Sun Distributors en una compañía merecedora de ser incluida en mi lista de «flores en el desierto». Si no hubiese sido una Sociedad Limitada Maestra.

Más importante, incluso, que los beneficios era el flujo de caja. Siempre me centro en el flujo de caja cuando analizo compañías que realizan muchas adquisiciones. Desde 1986, Sun había comprado no menos de 36 compañías, integrándolas en sus operaciones, reduciendo sus gastos generales y haciéndolas más rentables. Ésta era la estrategia de crecimiento de Sun. Su objetivo, como me explicó Marshal, era convertirse en un supermercado de cables, tornillos, cristales, etc.

Descargar aquí la tabla 14-1.



**TABLA 14-1 Sun Distributors I.P. y subsidiaria**

Cuenta de pérdidas y ganancias  
(dólares en miles, excepto para las cantidades  
de los intereses de las sociedades)

	1990	1989	1988
Ventas netas	594,649 \$	561,948 \$	484,376 \$
Coste de las mercancías	<u>357,561</u>	<u>340,785</u>	<u>294,640</u>
Margen bruto	<u>237,088</u>	<u>221,163</u>	<u>189,736</u>
Gastos de explotación			
Gastos de venta, generales y administrativos	187,762	175,989	151,784
Comisión de gestión al socio principal	3,330	3,330	3,330
Depreciación	5,899	6,410	7,024
Amortización	<u>4,022</u>	<u>3,920</u>	<u>3,282</u>
Gastos totales de explotación	<u>201,013</u>	<u>189,649</u>	<u>165,420</u>
Resultados de las operaciones	36,075	31,514	24,316
Ingresos por intereses	352	283	66
Gastos por intereses	(12,430)	(12,878)	(11,647)
Otros resultados (gastos), neto	<u>173</u>	<u>678</u>	<u>(384)</u>
Resultado antes de provisiones por impuestos estatales y extranjeros a los ingresos	24,170	19,597	12,951
Provisiones por impuestos estatales y extranjeros a los ingresos	<u>1,024</u>	<u>840</u>	<u>637</u>
Resultado neto	<u>23,146 \$</u>	<u>18,757 \$</u>	<u>12,314 \$</u>
Resultado neto asignado a los socios:			
Director general	<u>231 \$</u>	<u>188 \$</u>	<u>123 \$</u>
Socios limitados de Clase A	13,820 \$	18,569 \$	12,191 \$
Socios limitados de Clase B	<u>9,095 \$</u>	<u>-</u>	<u>-</u>
Número medio de intereses de las sociedades limitadas			
– Intereses de Clase A	11,099,573	11,099,573	11,099,573
– Intereses de Clase B	22,127,615	22,199,146	22,199,146
Ganacias por los intereses de las sociedades limitadas:			
– Intereses de Clase A	1,25 \$	1,67 \$	1,10 \$
– Intereses de Clase B	0,41 \$	-	-
Resultado pro forma por los intereses de las sociedades limitadas:			
– Intereses de Clase A	1,10 \$	1,10 \$	1,10 \$
– Intereses de Clase B	0,48 \$	0,29 \$	-

Cuando adquieres una compañía normalmente pagas una cantidad superior a su valor contable. Esta prima es lo que se conoce como fondo de comercio, y ha de incluirse en el balance.

Antes de 1970, las empresas no tenían que penalizar los beneficios para amortizar el fondo de comercio. Con el antiguo plan contable, cuando la Compañía X compraba la Compañía Y, la primera podía contabilizar el precio total de compra de la Compañía Y como un activo. Una de las consecuencias de esto era que si la Compañía X había pagado demasiado por la compañía Y, el despropósito de la adquisición quedaba escondido a los accionistas, que no tenían forma de saber si el precio de la compra de Y podría recuperarse alguna vez.

Para resolver este problema, quienes redactan las normas contables, cambiaron las reglas. Ahora cuando la Compañía X adquiere la Compañía Y, la cantidad que paga de más, por encima del valor de los activos tangibles de la compañía, es decir, el fondo de comercio, deberá deducirse de los ingresos de la Compañía X durante varios años.

Esta «penalización» de los ingresos queda en el papel, pero da como resultado unos ingresos reportados inferiores a los reales. En consecuencia, las compañías que realizan adquisiciones parecen ser menos rentables de lo que en realidad son, y por ende sus acciones muchas veces aparecen infravaloradas.

Así las cosas, Sun Distributors tenía 57 millones de dólares de fondo de comercio que amortizar, y esta operación contable redujo sus beneficios oficiales para las dos clases de acciones a 1,25 dólares por acción, cuando en realidad sus ganancias eran de casi el doble. Estos beneficios fantasmas que la compañía tiene pero no puede reflejar en sus resultados son lo que se conoce como flujo libre de caja.

Un buen flujo libre de caja proporciona flexibilidad a la compañía para cambiar de rumbo en tiempos difíciles. Este rasgo era particularmente importante en el caso de Sun Distributors porque la deuda total de la compañía era muy alta, un 60 por ciento de la capitalización total. El flujo de caja, como tuvo el alivio de descubrir, era suficiente para cubrir cuatro veces los intereses de la deuda.



Cuando la economía era pujante, Sun Distributors utilizó su flujo de caja para expandirse comprando empresas por un valor de 41 millones de dólares. En 1991, me comentó Marshal que la compañía tuvo que hacer frente a la recesión reduciendo sus adquisiciones y dedicando su flujo de caja a reducir deuda. Los 110 millones de dólares que pidió prestados a un 9,5 por ciento de interés podrían amortizarse en dos años si Sun usase todo su flujo de caja con este objeto. Aparentemente es lo que ha decidido hacer.

Si las cosas se ponen incluso peor, Sun puede vender algunas de sus adquisiciones, como la división de recambios de automóviles, para reducir aún más su deuda.

La moratoria temporal en las adquisiciones probablemente resultará en una ralentización del crecimiento de Sun, pero por otro lado, su balance se verá fortalecido. La estrategia de recortar deuda me reafirmó que los directivos tenían los pies en la tierra, y que la compañía sobreviviría para continuar realizando adquisiciones en el futuro.

Sun Distributors sobrevivirá incluso en una economía en recesión, pero si las cosas remontan, puede convertirse en un negocio muy próspero. Finalmente, cuando el acuerdo de la Sociedad Limitada Maestra expire, la totalidad de la compañía será vendida. Los 11 millones de acciones de Clase A proporcionarán a sus inversores unos beneficios de 10 dólares por acción, lo prometido; y los 22 millones de acciones de Clase B se llevarán el resto del dinero, que podría ser como mucho 5 u 8 dólares por acción. Si eso ocurre, los accionistas de Clase B obtendrán más del doble de su inversión.

### **Tenera Limited Partners**

Ésta era una compañía con verrugas. Su mayor virtud era que el precio de las acciones había caído de 9 a 1,25 dólares en el verano de 1991. Se dedicaba al software y a la consultoría, el primero un negocio de alta tecnología que encuentro incomprensible y por tanto poco fiable, y el segundo demasiado ambiguo como para sentirme cómodo en él. Sus mayores clientes pertenecían a la industria de la energía nuclear y contratistas del gobierno federal.

Un par de llamadas telefónicas, y pude saber que el precio de las acciones había colapsado. La compañía estaba teniendo problemas con una de sus mayores fuentes de ingresos: los federales. Los federales acusaban a Tenera de estar cobrando de más por ciertos servicios, y había cancelado algunos contratos. Y peor aún, un programa de software que cuesta millones de dólares desarrollar que Tenera esperaba vender a compañías eléctricas de todo el mundo, no estaba dando buenos resultados.

La compañía se vio obligada a reducir drásticamente su plantilla. Algunos de los principales ejecutivos, incluyendo al presidente, Don Davis, dimitieron. Entre aquellos que se quedaron, el ambiente estaba lejos de ser armonioso. Los competidores de Tenera en el negocio de la consultoría hablaban mal de la compañía a sus clientes.

En junio de 1991, el dividendo fue cancelado. La compañía anunció que les «llevaría un largo período de tiempo» recuperar sus antiguos niveles de 20 centavos por trimestre.

Tampoco es que quiera fustigar demasiado a Tenera. Si la compañía hubiese tenido tan sólo 10 centavos de deuda no le habría dado una segunda oportunidad. Pero dado que no tiene deuda ni otros grandes gastos a los que hacer frente, pensé que quizá no tendría que dejar el negocio de inmediato. Los datos positivos eran los siguientes: cero deuda, nada de gasto en capital (¿qué necesitan los consultores aparte de un escritorio, una calculadora y un teléfono?), y una división de servicios nucleares que podría venderse generando buenos beneficios en una eventual liquidación.

Tenera había ganado entre 77 y 81 centavos por acción cada cuatro años antes de 1991; y aún tenía potencial de aumentar sus beneficios. Quizá nunca alcanzaría de nuevo los 80 centavos, pero si ganase 40 centavos, la acción ya valdría 4 dólares.

En unas condiciones tan desesperantes como éstas, no me puse a calcular beneficios. Más bien me fijé en el valor potencial de los activos como partes separadas. Calculé que en la subasta final los activos de Tenera podrían generar 1,5 dólares por acción (el precio que tenían en el momento en que llevé a cabo este análisis), y, sin deudas ni gastos, la totalidad de dicha cantidad con deducción de las talas legales iría para los accionistas.

Si la compañía solucionase alguno de sus problemas, las acciones podrían alcanzar un gran repunte, y, si no lo hiciese, experimentarían sólo una pequeña subida. Al fin y al cabo era lo que yo esperaba.

Tenera había incorporado a Bob Dahl, un tipo que conocí cuando él trabajaba en el sector de las telecomunicaciones, para supervisar la recuperación. Hablamos en Nueva York la noche anterior al panel de *Barron's*. Me sugirió que un vuelco en el rumbo de la compañía era posible en los próximos 6-12 meses. También me contó que los miembros de la compañía estaban manteniendo sus acciones. Esto me convenció de que aún había algo de valor en la compañía.

<b>Símbolo del valor</b>	<b>Compañía</b>	<b>Precio a 13/1/92</b>
SDP.B	Sun Distributors L.P., Class B	2,75 \$
TLP	Tenera L.P.	2,38 \$

## Los cíclicos

Quien siembra recoge

Cuando la economía está de capa caída, los gestores profesionales empiezan a pensar en invertir en activos cíclicos. El auge y la caída del aluminio, el acero, los productores de papel, los fabricantes de automóviles, los químicos, las aerolíneas, del boom a la recesión y vuelta a empezar. Es un patrón muy conocido, tan fiable como las estaciones del año.

Lo que confunde las cosas es la manía de los gestores de llevar siempre la delantera cuando se trata de volver a invertir en activos cíclicos antes de que otros lo hagan. Me da la sensación de que Wall Street cada vez se anticipa más a la hora de volver a invertir en cíclicos, lo que convierte esta estrategia en una propuesta cada vez más engañosa.

En la mayoría de los casos, un ratio PER bajo es bueno, pero no con los cíclicos. Cuando el PER de una compañía de una industria cíclica es muy bajo, normalmente es señal de que se encuentran al final de una etapa de prosperidad. Los inversores incautos mantienen sus activos cíclicos porque el negocio aún es bueno y las compañías continúan generando beneficios, pero esto pronto cambiará. Sin embargo, los inversores inteligentes ya están vendiendo sus acciones para evitar la avalancha.

Cuando una gran cantidad de personas comienzan a vender acciones, el precio sólo puede ir en una dirección. Cuando el precio cae, el PER cae también, convirtiéndolo así en una inversión aún más atractiva para los inexpertos. Lo que les puede salir muy caro.

Pronto, la economía decaerá, y las ganancias generadas por los sectores cíclicos disminuirán a la velocidad del rayo. Y a medida que los inversores vayan vendiendo sus acciones, el precio de las acciones se desplomará. Comprar acciones de una compañía cíclica después de varios años de beneficios récord cuando el PER ha alcanzado su punto más bajo, es un método que ha demostrado ser idóneo para perder la mitad de una inversión en un corto período de tiempo.

Por el contrario, un PER alto, que con la mayoría de acciones parece un rasgo poco deseable, puede ser bueno en el caso de sectores cíclicos. A menudo, significa que la compañía está pasando por el centro de la tormenta, y que pronto el negocio mejorará, las ganancias superarán las expectativas de los analistas, y los gestores de fondos comenzarán a comprar acciones en serio. Por consiguiente, el precio de las acciones subirá.

El hecho de que el juego de los sectores cíclicos sea un juego de anticipación hace que sea el doble de difícil ganar dinero con este tipo de valores. El principal peligro es que llegues demasiado pronto, te desanimas y vendas. Es peligroso invertir en acciones cíclicas sin tener un buen conocimiento de la industria (del cobre, aluminio, acero, coches, papel, lo que sea) y sus ritmos. Si eres un fontanero que sigue el precio de las tuberías de cobre, tienes más posibilidades de hacer dinero en Phelps Dodge que un tipo con un MBA que decide meter a Phelps Dodge en su cartera porque «parece barato».

Mi única experiencia con estos activos es moderadamente buena, y cuando hay una recesión suelo prestar atención a esta categoría. Como siempre pienso en positivo, y asumo que la economía mejorará sin importar lo desalentadoras que sean las noticias en los periódicos, estoy dispuesto a invertir en activos cíclicos cuando están en su punto más deprimido. Sólo cuando parece que las cosas no pueden estar peor para estas compañías, todo empieza a mejorar. La subida de una compañía cíclica deprimida, con un balance sólido, es inevitable. Todo lo cual nos lleva al principio de Peter número 19.

**A menos que seas de los que venden a corto o un poeta en busca de una esposa rica, ser pesimista nunca es rentable.**

## Phelps Dodge

Ya he mencionado lo frustrado que fue mi intento de incorporarme a la recuperación del mercado inmobiliario comprando acciones de constructores de viviendas, otros muchos compradores se me adelantaron. Pero no anticiparon la recuperación en el mercado del cobre, y me resultó difícil ignorar la oportunidad que se me presentó en enero de 1992 con Phelps Dodge. Pregunté a mi fontanero, y me confirmó que en efecto el precio de las tuberías de cobre estaba subiendo.

Phelps Dodge era una elección que ya había recomendado en 1991, y no se había movido en todo el año. Que el precio de una acción permanezca estático no es una razón para desterrarla, y puede que sea un buen motivo para comprar más. El 2 de enero de 1992, repasé la historia de Phelps Dodge y sonaba incluso mejor que el año anterior.

Yo solía visitar Phelps Dodge en Nueva York, pero desde que se trasladaron a Arizona, nos comunicábamos por teléfono. Llamé a la compañía y hablé con el director, Douglas Yearly.

De conversaciones anteriores con esta compañía había aprendido algunas cosas sobre el cobre que me convencieron de que era una materia prima más valiosa que, por ejemplo, el aluminio. Hay mucho aluminio en la corteza de la tierra (un 8 por ciento, para ser exacta) y no es sólo muy común, sino también bastante fácil de extraer. Para empezar, el cobre es más escaso que el aluminio, y es un elemento que se está agotando. Las minas se quedan sin cobre o se inundan y se ven obligadas a cerrar. No es como la línea de producción de las muñecas Repollo, donde puedes generar más y más añadiendo nuevas líneas.

Las regulaciones medioambientales han obligado a cerrar muchas de las fundiciones del país, y muchas compañías han dejado el negocio. En Estados Unidos ya hay escasez de fundiciones, y empiezan a faltar ya en todo el mundo. La gente que vive cerca de las fundiciones ya puede empezar a respirar tranquila, igual que los accionistas de Phelps Dodge. Phelps Dodge tiene muchas fundiciones, y ni de lejos la cantidad de competidores que tenía antes.

Aunque la demanda de cobre es pequeña a corto plazo, se me ocurrió que podría repuntar. Todas las naciones en desarrollo en el mundo, incluyendo todos los satélites escindidos de la antigua Unión Soviética, se están dedicando a mejorar sus sistemas de telefonía. Todo el mundo quiere ser capitalista en los tiempos que corren, y es difícil serlo sin un teléfono.

Un sistema de telefonía tradicional requiere kilómetros y kilómetros de cable de cobre. Y a menos que todos estos países emergentes opten por los teléfonos móviles (una estrategia poco probable), van a convertirse en clientes frecuentes del mercado del cobre. Los países en desarrollo necesitan mucho más cobre que otros países económicamente más maduros, y la preponderancia del primero es un buen presagio para el futuro de este metal.

Últimamente las acciones de Phelps Dodge han seguido el típico patrón cíclico. En 1990, antes de la recesión, la compañía ganaba 6,5 dólares (ajustado por un reciente fraccionamiento de acciones) y las acciones se vendían entre los 23 y los 36 dólares, con un PER resultante entre los 3,5 y los 5,5 puntos. En 1991, los beneficios disminuyeron hasta 3,9 dólares y el precio de las acciones bajó de 39 a 26 dólares. El hecho de que no bajase más evidencia que muchos inversores tomaron conciencia de cuáles eran las perspectivas de la compañía a largo plazo. O quizá es señal de que los jugadores del ciclo estaban apostando por el siguiente ciclo antes de lo debido.

La pregunta más importante que hay que hacerse sobre los ciclos es si el balance de la compañía es lo suficientemente sólido para sobrevivir a la próxima recesión. Encontré esta información en la página 30 del informe anual de Phelps de 1990, el más reciente que pude encontrar en ese momento. La compañía tenía un capital de 1.680 millones de dólares, y una deuda total (menos la tesorería) de tan sólo 318 millones de dólares. Claramente no era un candidato a la bancarrota con independencia del precio del cobre (bueno, el precio a cero sería un problema). Muchos competidores más débiles se verán obligados a cerrar las minas y recoger sus desechos antes de que Phelps Dodge necesite refinanciarse.

Como es una gran compañía, diversificada en muchas industrias distintas a la del cobre, quise saber cómo iban esos otros sectores. El consejero delegado, Yearly, fue uno por uno en la lista: el carbón negro iba bien, me

dijo; el cable magnético también, las ruedas de camión también, y Canyon Resources, la mina de oro descubierta en Montana en la que Phelps Dodge tiene un 72 por ciento de interés, podría convertirse en una buena máquina de hacer dinero.

Todas estas filiales ganaban menos de 1 dólar por acción en un año malo (1991), y no parece descabellado asumir que podrían ganar como mucho 2 dólares en un año decente. Asignándole un PER modesto entre 5 y 8 llegué a la conclusión de que podría valer 10-16 dólares por acción por sí misma. Las operaciones de oro podrían valer 5 dólares por acción para Phelps Dodge.

A menudo hago este tipo de minivaloración de las diversas divisiones de una compañía, que pueden representar un activo escondido bastante considerable. Es un ejercicio que resulta muy útil cuando te estás planteando comprar una. No es inusual descubrir que cada una de las partes es más valiosa que el todo.

Es bastante fácil saber si una compañía tiene más de una división, el informe anual te lo dice. También proporciona un resumen de los beneficios. Si tomas los beneficios de cada división y los multiplicas por un PER genérico (por ejemplo, 8-10 para una cíclica con ingresos promedio o 3-4 en ingresos en su plenitud, te harás una idea aproximada del valor de dicha división.

Descargar aquí las tablas 15-1, 15-2 y 15-3.



**TABLA 15-1 Balance de situación consolidado**  
Phelps Dodge Corporation  
(dólares en miles excepto valores por acción)



ACTIVOS

Activos corrientes

Efectivo y equivalentes, a coste	161.649\$	12.763
Cuentas a cobrar, salvo provisión por cuentas dudosas (1990 - 16.579 \$; 1989 - 11.484 \$)	307.656	346.892
Existencias	256.843	238.691
Suministros	95.181	84.283
Gastos prepagados	17.625	8.613
Activos corrientes	838.954	691.242
Inversiones y créditos a largo plazo	93.148	79.917
Inmovilizado material, neto	1.691.176	1.537.359
Otros activos y cargos diferidos	204.100	196.109
	<u>2.827.378\$</u>	<u>2.504.627</u>

PASIVOS

Pasivos corrientes:

Deuda a corto plazo	43.455\$	92.623
Porción actual de deuda a largo plazo	32.736	33.142
Cuentas a pagar y gastos devengados	362.347	307.085
Impuestos a la renta	51.193	46.197
Pasivo circulante	489.731	479.047
Deuda a largo plazo	403.497	431.523
Impuestos diferidos	110.006	67.152
Otros pasivos y créditos diferidos	116.235	156.743
	<u>1.119.469</u>	<u>1.134.465</u>

INTERESES MINORITARIOS

EN LOS RECURSOS PROPIOS DE OTRAS SUBSIDIARIAS

	24.971	20.066
--	--------	--------

Acciones ordinarias, por valor de 6,25 \$; 100.000.000 acciones autorizadas; 34.441.345 en circulación\* (1989 - 34.618.723) después de deducir 3.152.955 acciones (1989 - 2.975.578) mantenidas en tesorería

Exceso de capital del valor nominal	215.258	215.367
Ganancias acumuladas	268.729	281.381
Ajustes acumulados por conversión	1.269.094	917.848
	(70.143)	(65.500)
Patrimonio neto	<u>1.682.938</u>	<u>1.350.096</u>
	2.827.378\$	2.504.627\$

DEUDA  
479 \$ MILLONES  
Menos EFECTIVO 161 MILLONES  
DEUDA TOTAL 318 \$ MILLONES

Chavante, no es candidato para el concurso de acreedores

\*Antes de la reciente división de acciones 2 por 1.

Aplicando este ejercicio a Phelps Dodge, si la mina de oro tuviese un valor de 5 dólares por acción, las demás divisiones auxiliares valdrían entre 10 y 16 dólares por acción, y las acciones se estaban vendiendo a 32 dólares, estarías entrando en el negocio del cobre a un precio muy bajo.

También me fijé en el gasto de capital, que supone la ruina de muchas compañías industriales. No parecía ser un problema para Phelps. En 1990 desembolsaron 290 millones de dólares para renovar sus plantas y sus equipos, menos de la mitad de su flujo de caja.

En la página 31 del informe anual de 1990 (véase la Tabla 15-2) muestra un flujo de caja de 633 millones de dólares, lo que excede los desembolsos en capital y dividendos conjuntamente. Incluso en un mal año, 1991, el flujo de caja superaba el gasto de capital. Es siempre una buena señal que una compañía ingrese más dinero del que gasta.

Las minas de Phelps Dodge y otras instalaciones estaban en perfecto estado. A diferencia de las empresas informáticas que tienen que gastar enormes cantidades de dinero cada año para desarrollar nuevos productos o reciclar los viejos, Phelps Dodge gasta muy poco en el mantenimiento de sus minas. Le sale incluso más rentable que a una compañía acerera que invierte una fortuna en mejorar sus instalaciones para luego verse presionados por los competidores extranjeros que venden acero más barato.

No importa lo que ocurra con el gasto en capital en sus filiales, el destino de Phelps Dodge está ligado al precio del cobre. El cálculo es el siguiente. Phelps Dodge produce 1.100 millones de libras de cobre al año (según el informe anual), así que un incremento en el precio por libra de un penique crea unos beneficios adicionales antes de impuestos de 11 millones de dólares. Con 70 millones de acciones en circulación, esos 11 millones extra suponen 10 centavos más por cada acción después de impuestos. Por ende, cada vez que el precio del cobre sube un penique por libra, los ingresos aumentan 10 centavos, y si el cobre sube 50 centavos por libra, los beneficios aumentan en 5 dólares por acción.

#### **TABLA 15-2 Estados consolidados de flujos de efectivo**

Phelps Dodge Corporation

(dólares en miles, excepto para las cantidades de los intereses de las sociedades)

	1990	1989	1988
ACTIVIDADES OPERATIVAS	454.900\$	267.000	420.200
Resultado neto			
Ajustes para reconciliar el resultado neto al flujo de caja de las operaciones:			
Depreciación, deterioro y amortización	132.961	133.417	116.862
Impuestos por ingresos diferidos	50.918\$	(53.670)	70.323
Ingresos por inversiones de capital no distribuidas	(5.280)	(8.278)	(15.807)
Provisión por activos no productivos y otros	—	374.600	50.000
Flujo de caja por las operaciones	633.499	712.979	641.578
Ajustes para reconciliar el flujo de caja de las operaciones a la caja neta proporcionada por las actividades operativas:			
Cambios en activos corrientes y pasivos corrientes:			
(Incremento) disminución en cuentas a cobrar	42.115	76.850	(69.278)
(Incremento) disminución en inventarios	(24.700)	11.394	(26.706)
(Incremento) disminución en suministros	(9.713)	(2.801)	(6.344)
(Incremento) disminución en gastos anticipados	(10.565)	1.778	6.986
(incremento) disminución en intereses pagados	(983)	(2.958)	(918)
(Incremento) disminución en cuentas a pagar	35.016	(38.816)	(6.770)
(Incremento) disminución en impuesto de sociedades	2.702	(11.292)	14.687
(Incremento) disminución en otros gastos devengados	23.500	24.898	(2.031)
Otros ajustes	(48.995)	(27.833)	(8.413)
Caja Neta proporcionada por las actividades operativas	641.876	744.199	542.791
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN			
Desembolsos de capital	(290.406)	(217.407)	(179.357)
Intereses capitalizados	(1.324)	(1.529)	(6.321)
Inversiones en subsidiarias	(4.405)	(68.797)	(253.351)
Ingresos de venta de activos	3.155	5.131	35.413
Caja neta proporcionada por las actividades de inversión	(292.980)	(282.602)	(403.616)
ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN			
Incremento de deuda	19.124	79.830	184.727
Pago de deuda	(98.184)	(114.244)	(235.048)
Compra de acciones ordinarias	(21.839)	(141.235)	(30.371)
Dividendos preferentes	—	(4.284)	(15.000)
Dividendos ordinarios	(103.654)	(454.307)	(29.202)
Otros	4.543	13.102	1.959
Caja neta usada en actividades de financiación	(200.010)	(621.138)	(122.935)
INCREMENTO (REDUCCIÓN) EN TESORERÍA E INVERSIONES A CORTO PLAZO	148.886	(159.541)	16.240
TESORERÍA E INVERSIONES A CORTO PLAZO A COMIENZOS DE AÑO	12.763	172.304	156.064
TESORERÍA E INVERSIONES A CORTO PLAZO A FINALES DE AÑO	161.649	12.763	172.304

Si la gente supiese cuál va a ser el precio del cobre el año que viene y el siguiente a aquél, automáticamente se convertirían en genios concedores del momento perfecto para comprar y vender acciones de Phelps Dodge. No es

que quiera atribuirme esas facultades, pero en 1990-1991 pensaba que el cobre estaba barato por la recesión, e imaginé que no sería así para siempre, y acerté también cuando dije que los accionistas de Phelps Dodge serían los principales beneficiarios de la subida del precio del cobre. Todo lo que tenemos que hacer es esperar y ser pacientes hasta que lleguen los dividendos.

## **General Motors**

Las compañías automovilísticas, a menudo identificadas como *blue chips*, son la clásica cíclica. Comprar acciones de empresas automovilísticas y dejarlas durante 25 años es como volar sobre los Alpes, puede que consigas sacar algo, pero no tanto como el excursionista que experimenta todas las subidas y bajadas.

En 1987 reduje mis posiciones en Chrysler, Ford y otras empresas del sector que habían formado la mayor parte de mi cartera en Magellan Fund porque sentía que la gran oleada de compra de coches que había empezado a principios de los años ochenta estaba a punto de acabar. Pero en 1991, un año de recesión, las acciones del sector bajaron un 50 por ciento y con la oscuridad que se cernía sobre los concesionarios y los distribuidores de camiones jugando al pináculo<sup>24</sup> para pasar el rato, decidí echar otro vistazo a los automóviles.

Hasta que alguien invente un aerodeslizador fiable para uso doméstico, es manifiesto que los coches seguirán siendo la posesión personal más valorada en Estados Unidos. Tarde o temprano todos reemplazamos nuestros coches, ya sea porque nos cansamos de los antiguos o porque los frenos están viejos, y podemos ver la carretera a través del suelo desgastado. Intenté mantener tanto como pude mi AMC Concord de 1977, pero incluso el Viejo Fiel<sup>25</sup> comienza a petardear.

Cuando tomé una posición grande en el sector automovilístico fue a principios de 1980, las ventas anuales de coches y camiones en Estados Unidos habían bajado de 15,4 millones de vehículos en 1977 a 10,5 millones en 1982. Era posible, por supuesto, que las ventas cayesen aún más, pero yo sabía que no caerían hasta cero. En la mayoría de los estados, los coches

tienen que pasar una inspección anual, otra razón por la cual la gente no puede mantener sus chatarras para siempre. Al final estas chatarras estarán prohibidas en las carreteras.

Es cierto que un nuevo ardid puede haber retrasado la recuperación del sector de la última recesión: los préstamos para coches a 60 meses. En los viejos tiempos de los préstamos de 36 meses, el coche estaba pagado cuando su propietario decidía deshacerse de él. Normalmente el coche aún valía algo cuando se intentaba revender. Los préstamos a 60 meses han cambiado todo esto. Muchos coches de cuatro y cinco años valen menos de lo que valen de acuerdo con el préstamo, y sus propietarios no pueden permitirse revenderlos. Pero, finalmente, los préstamos acabarán amortizándose.

Uno de los indicadores más útiles de cuándo comprar acciones en empresas del sector es el precio de los coches usados. Cuando bajan los precios de estos últimos, esto significa que no se están vendiendo fácilmente, y cuando éstos se enfrentan a problemas, los apuros son aún mayores para las compañías que venden coches nuevos. Pero cuando los precios de los coches usados suben, es señal de que se avecinan buenos tiempos para los fabricantes.

Un indicador aún más fiable es el de «unidades de demanda acumulada». Encontré este dato tan llamativo en un cuadro en una publicación de Chrysler Corporation llamada *Corporate Economist*, un buen candidato para las lecturas de verano en la playa (véase la Tabla 15-3).

En la segunda columna encontramos las ventas reales de coches y camiones, organizadas por año, donde cada cifra representa 1.000 vehículos. La tercera columna, llamada «Tendencia» es una estimación de cuántos coches y camiones deberían haberse vendido, con base en la demografía, las ventas de los años anteriores, la antigüedad de los coches en circulación, y otras consideraciones. La diferencia entre ambas nos da como resultado las unidades de demanda acumulada.

En los cuatro años que transcurrieron entre 1980 y 1983, cuando la economía aún estaba aletargada y la gente trataba de ahorrar, las ventas de automóviles se desfasaron de la tendencia en 7 millones de vehículos, es decir, 7 millones de personas que deberían haber comprado coches o

camiones habían retrasado su adquisición. Por supuesto, tuvimos un boom entre 1984 y 1989, años en los que las ventas de coches y camiones superaron la tendencia en 7,8 millones de unidades.

Después de cuatro o cinco años con las ventas por debajo de la tendencia, llegan otros cuatro o cinco años con las ventas por encima de la tendencia hasta que el propio mercado de automóviles se coordina consigo mismo. Si no sabías esto, deberías vender tus acciones en empresas del sector cuanto antes. Por ejemplo, después del boom de 1983, cuando las ventas de coches aumentaron de 10,5 a 12,3 millones de vehículos, deberías haber cogido tus beneficios en Ford o en Chrysler y abandonar tus posiciones porque el boom había terminado. Pero si has seguido la tendencia habrías visto que aún había una demanda acumulada de más de 7 millones de vehículos, que no se agotó hasta 1988.

Un buen año para vender acciones en empresas automovilísticas fue 1988, cuando la demanda acumulada fue consumida. En cinco años se vendieron 74 millones de vehículos nuevos, y lo más probable era que las ventas empezasen a caer. Aunque 1989 fue un año decente para la economía en general, las ventas de automóviles cayeron en 1 millón de unidades. Y por tanto bajó el precio de las acciones de las compañías fabricantes de automóviles.

A principios de 1990, comenzó a crearse una pequeña demanda. Llevamos dos años bajo la tendencia y si las cosas continúan su curso actual, crearemos 5,6 millones de unidades de demanda acumulada para finales de 1993, generando así un boom en las ventas en los años 1994 a 1996.

**TABLA 15-3 Ventas de la industria de coches y camiones de Estados Unidos, actual versus tendencia (en miles, por calendario anual)**

Año	Actual	Tendencia	Unidades por encima / (debajo) de la tendencia	Unidades de demanda reprimida
1960	7.588	7.700	(112)	(112)
1970	10.279	11.900	(1.621)	(2.035)
1980	11.468	12.800	(1.332)	(1.336)
1981	10.794	13.000	(2.206)	(3.542)
1982	10.537	13.200	(2.663)	(6.205)
1983	12.310	13.400	(1.090)	(7.295)
1984	14.483	13.600	883	(6.412)
1985	15.725	13.800	1.925	(4.487)
1986	16.321	14.000	2.321	(2.166)
1987	15.189	14.200	989	(1.177)
1988	15.788	14.400	1.388	211
1989	14.845	14.600	245	456
1990	14.147	14.800	(653)	(197)
1991	12.541	15.000	(2.459)	(2.656)
		* Estimaciones		
1992	13.312	15.200	(1.888)	(4.544)
1993	14.300	15.400	(1.100)	(5.644)

Fuente: Chrysler Corporation.

\* Estimaciones por Peter Lynch.



A pesar de que las ventas de 1992 están por encima de los niveles de 1991, estamos todavía muy por debajo de la tendencia, y llevará de 4 a 5 buenos años de ventas de coches y camiones recuperarse.

Pero medir los ciclos del mercado automovilístico es sólo la mitad de la batalla. La otra mitad consiste en elegir compañías que consigan los mejores resultados en épocas de prosperidad. Si has acertado con el sector pero te has equivocado de compañía puedes perder el dinero con la misma facilidad que si te hubieses equivocado de industria.

Durante el boom que comenzó en 1982, concluí que (1) era un buen momento para comprar acciones en empresas automovilísticas y (2) que Chrysler, Ford y Volvo tenían más potencial de beneficio que General Motors. Dado que GM era el fabricante de coches número uno, habrías pensado que lo haría mejor, pero no. Y esto es así porque la reputación de excelencia de GM

ha superado con creces cualquier expectativa. La compañía es arrogante, miope y se dormía en los laureles, pero por lo demás estaba en excelente forma.

El director de *Roger & Me* no era la única persona que tenía problemas para acceder a las oficinas de GM. En un viaje me asignaron a un encargado de relación con inversores que no fue capaz de encontrar el centro de investigación y desarrollo, que era casi del tamaño del campus de una gran universidad. Nos llevó un par de horas descubrir dónde estaba. Cuando en el departamento de relación con inversores no han leído el mapa de la compañía, puedes asumir que en el resto están igual de perdidos.

GM dejó una mala impresión entre sus accionistas en 1980. Sus acciones doblaron en 10 años, pero quienes compraron acciones de Chrysler alrededor de 1982 consiguieron multiplicar su dinero por 50 en cinco años, y aquellos que compraron en Ford, 17 veces. A finales de la década, las debilidades de GM no eran ningún secreto. Cualquier hombre en la calle te podría decir que el primer fabricante de automóviles de Estados Unidos había perdido la guerra contra los japoneses.

Pero en el mercado bursátil rara vez sale rentable tomarse las noticias de ayer demasiado en serio, o mantener una opinión demasiado tiempo. Según GM iba perdiendo fuelle, la impresión en Wall Street seguía siendo que GM era una compañía poderosa con un futuro próspero. En 1991, la imagen general de GM era la de una compañía débil con un futuro miserable. Aunque yo no era muy fan de GM en el pasado, mi presentimiento era que esta última opinión generalizada se mostraría tan desacertada como la primera.

Casi se podrían coger los artículos antiguos sobre el gigante Chrysler tropezando en 1982 y cambiar el nombre Chrysler por General Motors y tendrías la misma historia de nuevo. La única diferencia era que GM presentaba un balance general en 1992 más sólido que Chrysler en 1982. El resto es igual: una empresa poderosa se olvida de cómo fabricar coches, pierde la confianza de los clientes, despide miles de trabajadores, se dirige al montón de chatarra de las compañías que «fueron».

Era toda esta negatividad sobre GM la que me atrajo a la compañía en 1991. Un vistazo al informe del tercer trimestre de 1990 y supe que había encontrado algo. Mientras toda la atención se centraba en las ventas



decrecientes de GM en Estados Unidos, resultó que GM podía tener éxito sin vender más coches en Estados Unidos. Su negocio más rentable se encontraba en Europa, su rama financiera (GMAC), y Hughes Aircraft, Delco y Electronic Data Systems (gracias, Ross Perot).

Todas estas divisiones de GM lo están haciendo tan bien que si en Estados Unidos la compañía tan sólo puede cubrir costes, podría llegar a ganar 6-8 dólares por acción en 1993. Con un PER 8, las acciones se venderían a un precio entre los 48 y los 64 dólares, un gran repunte en el precio actual. Si el negocio de automóviles de GM mejora y crece por encima del umbral de rentabilidad, como debería ocurrir cuando la economía mejore, la compañía podría ganar unos 10 dólares por acción.

El cierre de varias plantas costará miles de puestos de trabajo, pero permitirá a GM recortar costes en el menos rentable de sus negocios. No necesita ganar la guerra con Japón y recuperar al cliente americano. La cuota de mercado de GM ha caído del 40 al 30 por ciento, pero aun así continúa siendo mayor que la de todos los fabricantes japoneses juntos. Incluso si GM tuviese sólo el 25 por ciento, sus divisiones automovilísticas aún contribuirían a incrementar los beneficios reduciendo la fabricación y los costes (algo que ya han empezado a hacer).

La misma semana en que llegué a esta conclusión, los periódicos informaban de que varios coches de GM habían ganado importantes premios, incluyendo el fuertemente menospreciado Cadillac, que una vez más se había ganado a los críticos. Los camiones iban bien, los coches también y la compañía rebosaba liquidez. Como la reputación de GM no podía empeorar, todas las sorpresas iban a ser buenas.

<b>Símbolo del valor</b>	<b>Compañía</b>	<b>Precio a 13/1/92</b>
GM	General Motors	31,00 \$
PD	Phelps Dodge	32,50 \$

## **Armas nucleares en apuros**

CMS Energy

Las acciones de compañías eléctricas eran las que más crecían en los años cincuenta, pero desde entonces su principal atractivo ha sido su rendimiento. Para aquellos inversores que necesitan liquidez, comprar acciones de este tipo ha sido más rentable a largo plazo que comprar certificados de depósito al banco. Con un certificado de depósito recuperas tu dinero y obtienes un interés. Con acciones en una compañía eléctrica, obtienes un dividendo que probablemente crecerá cada año, y la posibilidad de generar una ganancia patrimonial.

Incluso en épocas recientes, cuando la demanda eléctrica se ha ralentizado en la mayor parte del país y las acciones de compañías eléctricas han dejado de considerarse como uno de los valores de mayor crecimiento, hay algunos grandes ganadores en el grupo, incluyendo Southern Company (de 11 a 33 dólares en cinco años), Oklahoma Gas and Electric (de 13 a 40 dólares), y Philadelphia Electric (de 9 a 26 dólares).

Durante breves períodos con Magellan, tuve hasta un 10 por ciento de la cartera invertida en acciones de este tipo. Normalmente esto ocurría cuando los tipos de interés comenzaban a bajar y la economía estaba balbuceando. En otras palabras, utilizaba estos valores como cíclicas de tipos de interés, y traté de medir el tiempo de mis entradas y salidas en consecuencia.

Pero los suministros en los que puse lo mejor de mí fueron los que más dificultades atravesaron. En Fidelity, confeccionamos un paquete para nuestros inversores en General Public Utilities después del desastre de Three Mile Island, y otros paquetes de bonos en el Servicio Público de New Hampshire,

Long Island Lighting, Gulf States Utilities y el antiguo Middle South Utilities, que había cambiado su nombre a Entergy. Lo que nos lleva a mencionar el principio de Peter número 20.

**Las empresas, igual que las personas, cambian su nombre por una de estas dos razones: porque se han casado, o porque se han visto involucrados en una polémica y esperan que el público lo olvide.**

Cada una de las compañías que he mencionado anteriormente tenía problemas con plantas nucleares o con la financiación de las mismas, que nunca llegaron a construirse, y el miedo a las nucleares deprimió el precio de sus acciones.

La razón por la cual mi historial con el sector de los suministros cuando se enfrentan a problemas es mejor que con la generalidad de las compañías en la misma situación es que el sector de los suministros es un sector regulado por el Gobierno. Una empresa de suministros puede declararse en bancarrota y/o eliminar sus dividendos, pero mientras la gente necesite electricidad habrá de encontrarse alguna forma de continuar suministrándola.

El sistema regulatorio determina qué precios pueden cargarse por el consumo de gas o electricidad, qué beneficio está permitido obtener, y si los costes de sus errores pueden repercutirse al consumidor. Dado que el Gobierno ostenta un interés adquirido en la supervivencia de la empresa, lo más posible es que al final ésta se vea provista de los recursos que precisa para superar sus dificultades.

Hace poco me llamó la atención el trabajo de tres analistas en NatWest Investment Banking Group (Kathleen Lally, John Kellenyi, y Philip Smyth). A Kellenyi lo conocía desde hace años. Es un excelente analista.

Estos vigilantes del sector han identificado lo que ellos denominan «el ciclo de los suministros en problemas», y ponen cuatro ejemplos de compañías que han pasado por ello: Consolidated Edison, que se enfrentó a una gran crisis de liquidez después del hundimiento de los precios del petróleo durante el embargo de 1973; Entergy Corporation, que tuvo que cargar con una fastuosa planta nuclear que no se podía permitir; Long Island

Lighting, que construyó una planta nuclear y luego no pudo obtener la licencia para ponerla en funcionamiento, y General Public Utilities, la propietaria de Three Mile Island Unit Two, que sufrió un famoso accidente.

Las acciones de todas estas empresas cayeron tanto y tan rápido que sus accionistas también quedaron sumidos en una situación preocupante, y aquellos que vendieron en un momento de pánico han quedado aún más desolados cuando han visto el precio de las acciones cuadruplicarse o quintuplicarse con la recuperación. Mientras, los compradores de estas accidentadas acciones se encuentran celebrando su buena fortuna, lo que nos da una prueba más de que los problemas de algunas personas pueden convertirse en oportunidades para otras. El transcurso de la recuperación de estas cuatro compañías fue largo, y según estos tres analistas, tuvo lugar en cuatro estadios bien diferenciados.

En el primer momento, la caída causa estragos. La empresa se enfrenta a grandes pérdidas, ya sea por algún coste exorbitante (como la subida de los precios del fuel en el caso de Con Ed) que no puede repercutirse a los consumidores, o porque un gran activo (normalmente una planta nuclear) se ve paralizado en su operativa y es eliminado de la tarifa base. Las acciones sufren en consecuencia, y las pérdidas oscilan entre un 40 y un 80 por ciento del valor en un período de uno o dos años: Con Ed bajó de 6 a 1,5 dólares en 1974; Entergy de 16,75 a 9,25 dólares en 1983-1984; General Public Utilities de 9 a 3,88 dólares en 1979-1981; y Long Island Lighting de 17,5 a 3,75 dólares entre 1983 y 1984. Estas caídas horrorizan a aquellos que consideran que los suministros son inversiones seguras y estables.

Pronto estos valores estarán cotizando a un 20-30 por ciento de su valor contable. Las acciones han sufrido tal derrota porque en Wall Street están preocupados de que el daño a la compañía sea fatal, especialmente cuando una planta nuclear que ha costado miles de millones de dólares ha sido clausurada. El tiempo que lleva cambiar esta sensación varía de unos desastres a otros. En Long Island Lighting la amenaza de quiebra mantuvo las acciones a un 30 por ciento del valor en libros durante cuatro años.

En una segunda etapa, a la que nuestros expertos denominan «gestión de la crisis», las compañías tratan de remontar recortando gasto de capital y adoptando un presupuesto bastante austero. Parte de esa política de austeridad

tuvo su reflejo en la disminución e incluso eliminación del dividendo. Empieza a parecer que la compañía se sobrepondrá a las adversidades, pero el precio de las acciones no refleja la mejora de las perspectivas.

En un tercer estadio, «estabilización financiera», el recorte de gastos habrá funcionado hasta el punto de que la empresa puede operar utilizando la liquidez que le proporciona el pago de las facturas de los clientes. Los mercados de capital no estarán dispuestos a prestar dinero para nuevos proyectos, y las acciones aún no generarán beneficios para los accionistas, pero su supervivencia de la compañía ya no se pondrá en duda. El precio de las acciones se recuperará de algún modo, y en este estadio se estarán vendiendo al 60-70 por ciento de su valor contable. Quienes hayan comprado durante los dos primeros estadios habrían duplicado su dinero.

En la cuarta etapa, «¡Por fin la recuperación!», la compañía volverá a ser capaz de generar beneficios para sus accionistas, y Wall Street tendrá razones para esperar un incremento en los beneficios así como el restablecimiento de los dividendos. Ahora las acciones se venden a su valor en libros. A partir de este punto el desarrollo de las cosas dependerá de dos factores: (1) la acogida que haya tenido en el mercado de capitales, porque sin capital los suministros no pueden expandir su base tarifaria, y (2) el apoyo, o la falta de apoyo, de los reguladores, como por ejemplo la cantidad de costes que están facultados a repercutir a los consumidores en forma de tarifas más elevadas.

Las gráficas 16-1, 16-2, 16-3 y 16-4 muestran el precio histórico de las acciones de cada uno de los cuatro ejemplos. Como puedes ver, no era necesario apresurarse a comprar para obtener pingües beneficios. En cada uno de los ejemplos, podrías haber esperado hasta que la crisis hubiese amainado, y hubiese quedado demostrado que los agoreros se equivocaban, y aun así habrías duplicado, triplicado o cuadruplicado tu dinero en un período de tiempo relativamente corto.

Compra cuando desaparezcan los dividendos y espera a las buenas noticias. O compra cuando llegan las primeras buenas noticias en la segunda fase de la recuperación. El problema que algunas personas tienen con ello es que si las acciones caen hasta 4 dólares y luego suben a 8 dólares, piensan que

han dejado pasar la oportunidad. Una central nuclear con problemas tiene por delante un largo camino que recorrer, y debes olvidarte del hecho de que lo peor ya haya pasado. Aquí es necesario aplicar algo de *tipp-ex* psicológico.

La diferencia entre una planta nuclear con problemas y una ópera es que es más fácil que la primera tenga un final feliz. Esto nos sugiere una manera muy fácil de ganarse la vida con las empresas de suministros que pasan por dificultades: compra cuando no hay dividendo y mantenlas hasta que el dividendo se haya restablecido. Es una estrategia con una tasa de éxito terroríficamente alta.

En el verano de 1991, los expertos de NatWest identificaron cinco nuevas empresas de suministros que estaban atravesando dificultades (Gulf States, Illinois Power, Niagara Mohawk, Pinnacle West y Public Service Company de New Mexico) en varios estadios de la recuperación, vendiéndose todos ellos por debajo de su valor en libros. Pero tuve otra idea de recomendación para *Barron's*: CMS Energy.

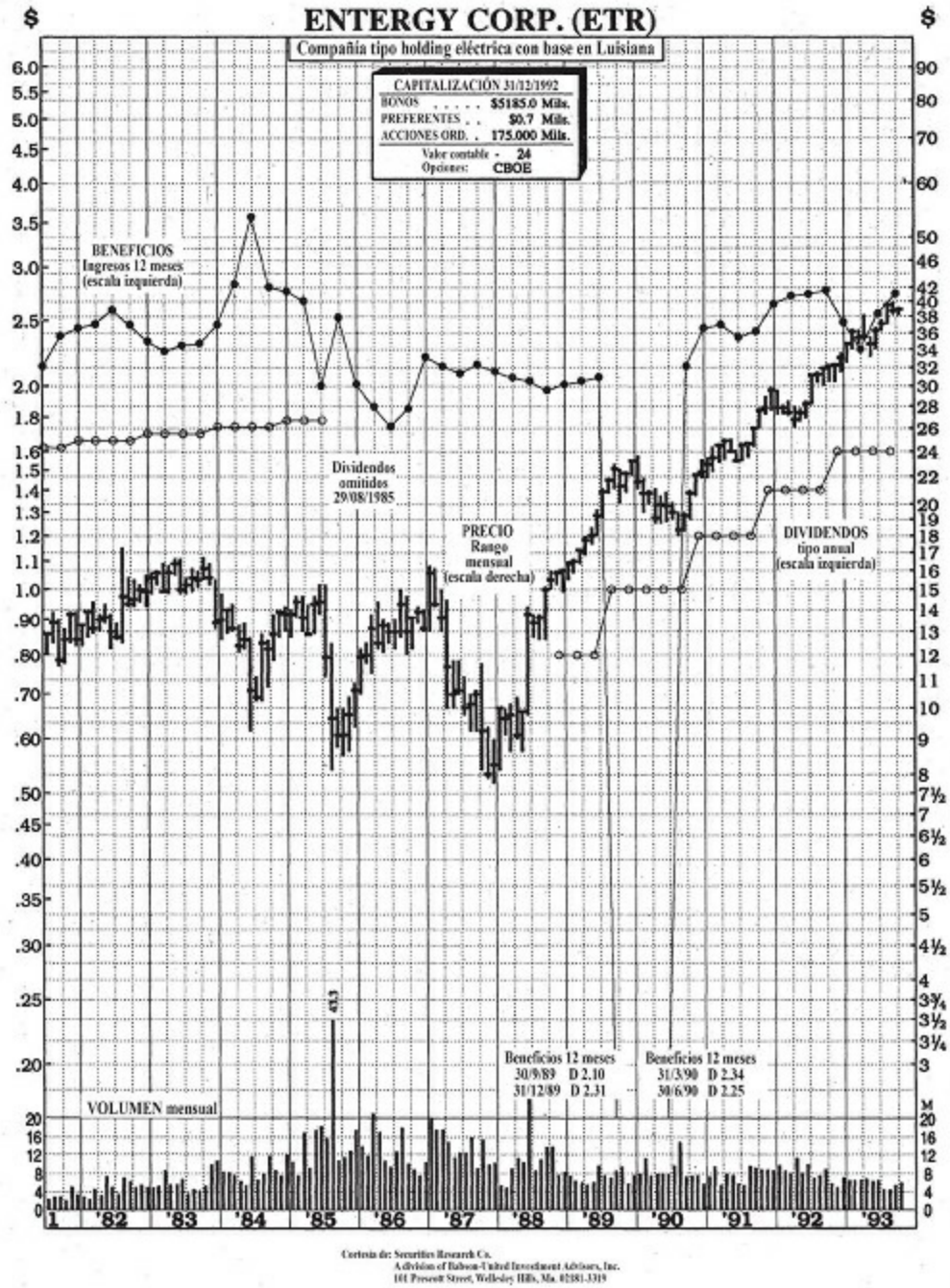
Antes se llamaba Consumers Power of Michigan. Cambió su nombre después de construir la planta nuclear de Midland, algo que pensó que los accionistas olvidarían. Sus acciones se habían mantenido alrededor de los 20 dólares para luego hundirse hasta los 4,5 dólares en menos de un año, alcanzando el mínimo poco después de que se cancelaran los dividendos en octubre de 1984.

GRÁFICA 16-1



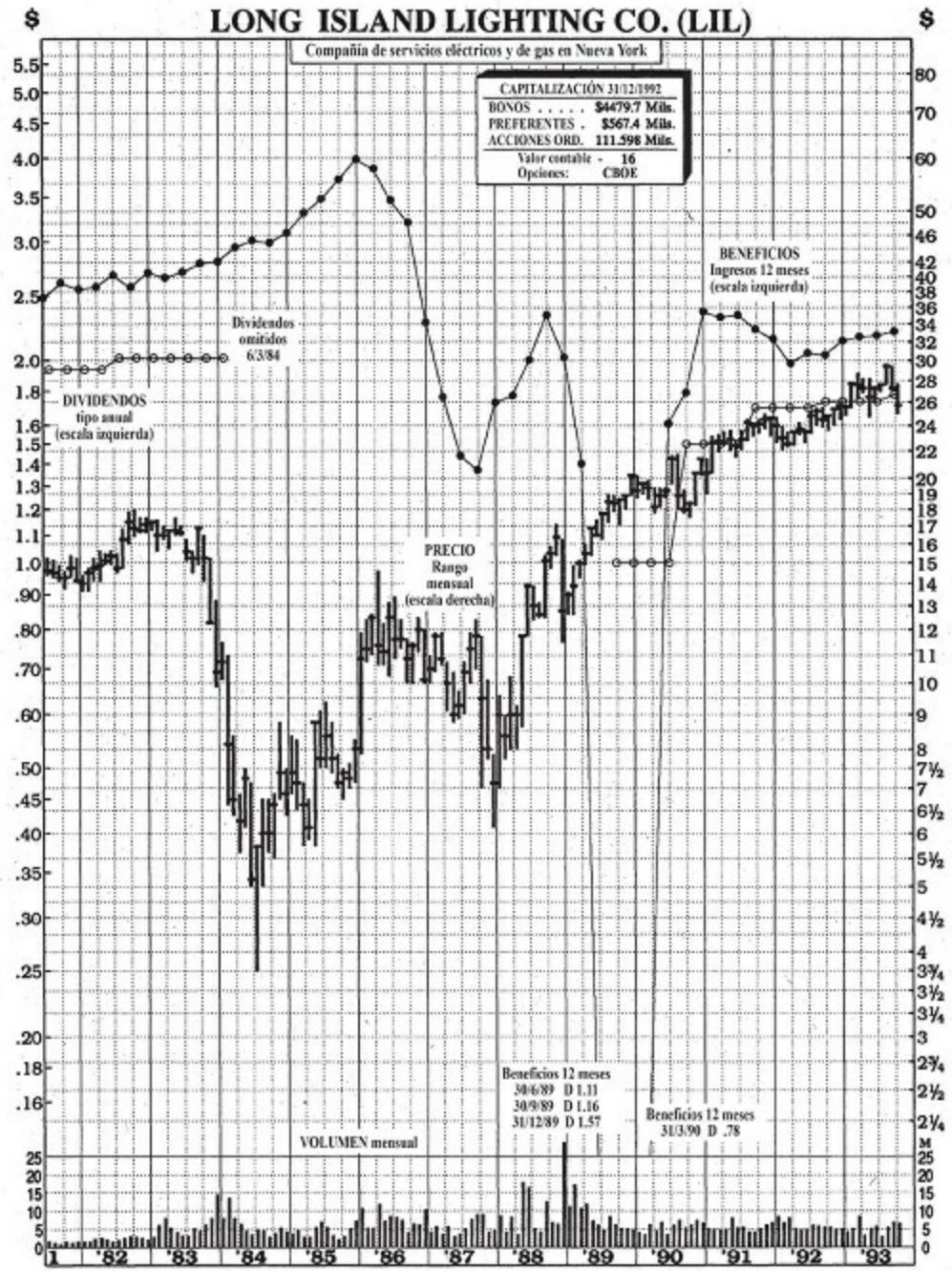
Cortesía de: Securities Research Co.  
A Division of Babson-United Investment Advisors, Inc.  
101 Prescott Street, Wellesley Hills, Ma. 02181-3319

GRÁFICA 16-2



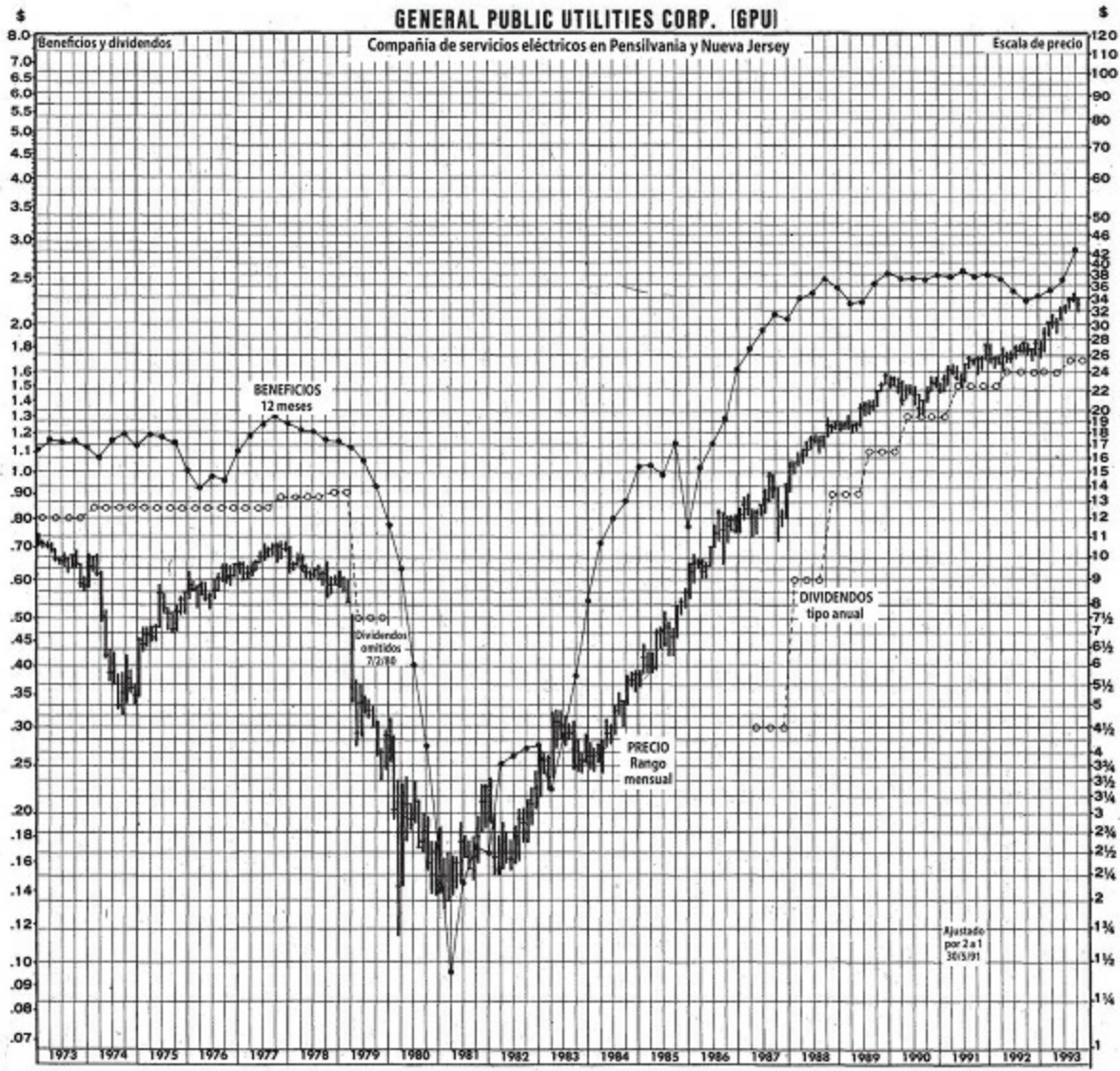
GRÁFICA 16-3





Cortesia de Securities Research Co.  
 A Division of Fidelity United Investment Advisors, Inc.  
 101 Fessenden Street, Woburn, MA, 02151-3719

GRÁFICA 16-4



CMS, originariamente conocido como Consumers Power, era la última compañía que multiplicaba por diez en la dirección equivocada, y la última empresa de suministros en diseñar y construir una costosa central nuclear sobre la base de la descabellada idea de que los reguladores que iban aprobando el proyecto a medida que se construía le otorgarían la licencia para operar al final. Igual que Lucy en el fútbol,<sup>26</sup> las comisiones de suministros estatales a lo largo del terreno cayeron en el hábito de apoyar las plantas nucleares hasta que sus dueños estaban totalmente comprometidos y ya era

demasiado tarde para cambiar de dirección. Después, en el último minuto, las agencias públicas arrebatan los proyectos y observan a las empresas de suministros fracasar sobre sus espaldas.

Cuando ocurrió esto con Consumers Power, la compañía se vio obligada a efectuar una considerable amortización de 4.000 millones de dólares para cubrir los costes de construir la planta nuclear que no podían poner en funcionamiento. A los ojos de Wall Street, la quiebra no se encontraba muy lejos.

Pero CMS no quebró, y a finales de 1980 sacó lo mejor de la situación convirtiendo la inutilizable planta nuclear en una planta de gas natural. Una conversión como ésta (llevada a cabo con la ayuda de Dow Chemical, el mayor cliente de CMS) resultaba muy costosa, pero no tanto como ver 4.000 millones de dólares en la basura. La planta reconvertida abrió sus puertas en marzo de 1990, con un coste de 1.600 dólares por kilowatio, por debajo del presupuesto, y la planta parecía funcionar correctamente. Las acciones se recuperaron y llegaron hasta los 36 dólares para multiplicarse por nueve en cinco años. Pero después, un par de decisiones poco acertadas por parte de la Comisión de Servicio Público de Michigan redujeron el precio a 17 dólares, el mismo al que estaban cuando tropecé con ella.

La historia llegó a mis oídos a través de Danny Frank, gestor en Fidelity's Special Situation Fund, que había puesto su atención en varias de las plantas nucleares fracasadas de las que hemos hablado. Frank investigó exhaustivamente la situación de CMS. Reconoció que el último problema de CMS, que principalmente tuvo que ver con una poca amigable comisión, no justificaba la devaluación del 50 por ciento que sufrió el precio de sus acciones.

El 6 de enero de 1992 hablé con el nuevo presidente de CMS, Victor Fryling, a quien había conocido años antes cuando trabajó para la compañía energética Coastal. Fryling me comentó un par de cosas positivas. La primera era que la planta de Midland,<sup>27</sup> reconvertida en una planta de gas, estaba produciendo electricidad a un coste de 6 centavos por kilowatio, en comparación con los 9,2 centavos que normalmente cuesta producir

electricidad en una planta de carbón nueva, y los 13,3 centavos que cuesta en una planta nuclear. Es decir, Midland operaba a bajo coste, como a mí me gusta.

La segunda era que la demanda eléctrica en Michigan estaba aumentando. Había crecido durante 12 años seguidos. Incluso en la recesión en 1991, la región consumió un 1 por ciento más de electricidad que el año anterior. En los días de mayor uso de electricidad, CMS tenía sólo un 19,6 por ciento de generación de capacidad extra mantenida en reserva, lo que en los círculos de compañías de suministros es un margen muy ligero. Había pocas plantas nuevas en funcionamiento en el medio oeste para satisfacer la demanda creciente, y lleva entre 6 y 12 años construir una de cero. Incluso algunas antiguas estaban dejando de funcionar. En Economía 101<sup>28</sup> aprendes que cuando la demanda crece más rápido que la oferta, el resultado es que los precios suben. Mayores precios, mayores beneficios.

El balance general de CMS aún presentaba una gran cantidad de deuda procedente del fiasco nuclear. Consiguió colocar mil millones de dólares en bonos para financiar la conversión de Midland en una planta de gas. (Los tenedores de bonos debían tener fe en ellos porque su precio fue aumentando desde la oferta inicial.) También vendió 500 millones de dólares en pagarés, los cuales como tuve el placer de comprobar tenían un período de amortización de 10 años. Cuando una compañía se encuentra muy endeudada, lo mínimo que te gustaría ver es que la deuda no será exigible en un corto período de tiempo.

CMS tiene suficiente flujo de caja para pagar el interés a sus prestamistas, y algo más. Me aseguré de ello leyendo el balance general. Tomé los resultados y les sumé la depreciación, después dividí esta cantidad por el número de acciones y obtuve un flujo de caja de 6 dólares por acción. Como la mayor parte de los equipos generadores de CMS eran nuevos, el gasto en reparaciones no sería muy elevado. Y lo que había sido reservado para la depreciación de activos podría ser empleado con otro objeto. La compañía podría (a) recomprar sus propias acciones, (b) llevar a cabo adquisiciones, o (c) aumentar los dividendos, todas ellas finalmente beneficiarían a los accionistas. Mis favoritas eran la (a) y la (c).

Le pregunté a Fryling sobre los planes de liquidez de CMS. Me contestó que iban a utilizarla para expandir la planta de gas y mejorar la eficiencia de las conducciones, todo lo cual incrementaría la capacidad de generación de la compañía. Cuando en una compañía de suministros la capacidad de generación aumenta, por ejemplo, un 10 por ciento, automáticamente aumentan los ingresos un 10 por ciento, según la fórmula que aplican los reguladores que establecen las tarifas. Es una noticia fabulosa para los accionistas que una compañía de esta naturaleza construya una nueva planta (siempre que finalmente obtenga la licencia para operar) o toma otras medidas para mejorar su capacidad. Cuando la capacidad aumenta, así lo hace la base tarifaria, y en consecuencia los ingresos.

Fryling y yo también estuvimos hablando del reciente descubrimiento de petróleo en Ecuador, en un área cuyos propietarios son CMS y Conoco. Está programado que la producción comience en 1993, y si todo se desarrolla según el plan, CMS recibirá 25 millones de dólares de beneficios anuales para 1995. Estos 25 millones de dólares añadirían 20 centavos a cada acción. Fryling también me informó de que el llamado Power Group, una filial de CMS que posee algunas pequeñas plantas de cogeneración, había estado perdiendo dinero, podría volver a generar beneficios a partir de 1993.

CMS había planeado ayudar a Long Island Lighting a reconvertir su planta nuclear de Shoreham, obligada a suspender su actividad por decisiones políticas, en una de gas. Pero esta colaboración fracasó en 1991. Aunque la mayor de las decepciones llegó de mano de los reguladores.

Una compañía de suministros en su etapa final de recuperación depende de los reguladores para poder repercutir el coste de sus errores a los consumidores, pero la comisión de Michigan no parecía dispuesta a cooperar. Había emitido tres decisiones desfavorables seguidas e impidió a CMS repercutir a sus usuarios el precio total del gas natural obtenido en la planta de Midland.

Aparentemente la empresa tenía una razón para creer que el nuevo responsable de la comisión tendría una actitud algo más conciliadora, es decir, tan sólo medianamente hostil. El personal de la comisión emitió un estudio favorable a otorgar ciertas concesiones a CMS, y la comisión al completo pronto votaría sobre las mismas.

Si CMS obtiene una decisión razonable, podría obtener un beneficio de 2 dólares por acción al año siguiente, en contra de los 1,30 dólares que Wall Street había previsto, y de ahí en adelante los beneficios podrían seguir creciendo de forma continuada. Esta posibilidad estaba omnipresente en mi cabeza cuando recomendé sus acciones en *Barron's*.

Creía también que CMS era más que una simple apuesta sobre la política regulatoria en Michigan. A largo plazo, esperaba que la compañía prosperase con o sin la ayuda de una comisión pública. Su sustancioso flujo de caja le permitiría engrosar las filas de los suministros más fuertes, y para cuando ello ocurriese podría de nuevo pedir dinero prestado a un tipo de interés más bajo.

Si todos los problemas se resolviesen finalmente a favor de la compañía, CMS podría llegar a ganar 2,20 dólares y, si no, ganaría en el entorno de los 1,50 dólares, pero en cualquier caso prosperará a largo plazo. Si los reguladores restringen sus beneficios, podría emplear la liquidez en aumentar la capacidad generadora y llevar a cabo un crecimiento intensivo de la compañía. Con sus acciones a un precio de 18 dólares, y por debajo del valor contable, pude ver mucho potencial de crecimiento sin apenas riesgo.

Si no te gusta CMS Energy, siempre puedes echar un vistazo a la desdichada Public Service Company de New Mexico o a la aún más desafortunada Tucson Electric. De lo que puedes estar seguro es que el responsable de relación con inversores no estará demasiado ocupado para atenderte.

<b>Símbolo del valor</b>	<b>Compañía</b>	<b>Precio a 13/1/92</b>
CMS	CMS Energy	18,50 \$

## Las rebajas del garaje del Tío Sam

### Allied Capital II

cuando el Tío Sam o la Reina de Inglaterra hacen un mercadillo, intento siempre acudir. La no tan-Gran Bretaña está bastante por delante de nosotros en cuanto se refiere a patrocinar este tipo de eventos, habiendo vendido todo, desde las plantas depuradoras de agua hasta las aerolíneas, pero si tu déficit continúa a este nivel, algún día tendremos que privatizar los parques nacionales, el Kennedy Space Center, e incluso el Jardín de Rosas de La Casa Blanca, sólo para pagar los intereses de la deuda nacional.

Privatizar es un concepto extraño. Tomas algo que pertenece a los ciudadanos para vendérselo de nuevo a los ciudadanos, y desde ese momento, es privado. Desde un punto de vista práctico, es importante señalar aquí que, normalmente, cada vez que los americanos o los británicos han privatizado algo vendiendo sus acciones ha resultado ser un buen negocio para los inversores.

La razón no es difícil de imaginar. En países democráticos, los accionistas de los sectores privatizados también son votantes, y bastante difícil resulta ya para el Gobierno ser reelegido como para tener que bregar con una masa de inversores descontentos que han perdido su dinero en compañías telefónicas o en fábricas de gas.

Los británicos aprendieron esta lección en 1983, después de dos de sus primeras privatizaciones, Britoil y Amersham International, salieron sobrevaloradas, creando una enfermedad generalizada cuando los precios cayeron. Desde entonces, los británicos han estructurado sus ofertas de modo que es muy poco probable que sus inversores pierdan dinero, el menos a corto

plazo. British Telecom dobló su precio en un día. Tres millones de británicos acapararon la oferta de acciones. No hay duda de que los Tories aún mantienen el poder. Esto nos lleva al principio de Peter número 21:

**Sea lo que sea lo que la Reina está vendiendo, cómpralo.**

Hace algunos años, me presentaron una proposición tentadora de un grupo británico que apareció en nuestras oficinas en Fidelity. Se presentaron como lord Fulanito y sir Menganito. Traían consigo un libro muy espeso que resultó ser un folleto de un grupo británico de suministro de aguas que estaba a punto de ser privatizado. El folleto estaba numerado como si se tratase de la edición limitada de una obra poco común. En la portada estaban los nombres y los logos corporativos de las nuevas compañías: Northumbrian Water, Severn Trent, Yorkshire Water, Welsh Water PLC, etc.

Aunque Magellan ya había tomado parte en las bonanzas de British Telecom (la salida a bolsa más grande que el mundo había visto hasta ese momento, 4.000 millones de dólares) y en British Airways, yo aún no estaba preparado para los beneficios que generaría una operación así. Hablábamos de monopolios, como suele serlo el suministro de agua en todos lados, pero siempre está bien tomar parte en un monopolio. El Gobierno británico, antes de liberarlos, había absorbido la mayor parte de su deuda.

Por tanto, estas compañías estaban libres de deudas, provistas de un extra de capital otorgado por el Gobierno, que les dio una «dote verde» para llevarlas por el camino correcto. Acordaron aventurarse en un programa de 10 años de actualización del sistema de suministro de aguas, un esfuerzo que sería en parte subsidiado por esta «dotación ecológica», y el resto sería satisfecho mediante un incremento en la factura del agua.

En nuestra conversación en mi oficina, los señores del agua me comentaron que las facturas de agua en Inglaterra eran tan bajas (100 libras al año) que incluso si esas tasas se duplicasen, los consumidores no lo rechazarían. Y si así lo hiciesen, no podrían hacer nada para cambiarlo, excepto dejar de utilizar agua, solución altamente improbable. La demanda de agua en Inglaterra se encontraba creciendo al 1 por ciento al año.



Las nuevas acciones de la compañía de aguas se podían comprar a plazos, como los coches, los estéreos o las alfombras. Pagando el 40 por ciento ahora y el resto en dos cómodos plazos, uno pagadero en 12 meses y el segundo en 20 meses. Los británicos ya habían operado del mismo modo con British Telecom, es lo que ellos llaman «acciones parcialmente desembolsadas». Cuando British Telecom salió a bolsa a 30 dólares, los compradores sólo tenían que pagar 6 dólares en ese momento. Después, cuando el precio de las acciones ya rondaba los 36 dólares, el comprador que había satisfecho 6 dólares por sus acciones podía venderlas y duplicar su dinero.

Las implicaciones de este concepto de pago-parcial no las llegué a comprender con British Telecom. Pensaba que el precio de las acciones estaba subiendo demasiado rápido, pero cuando finalmente entendí los beneficios de este método de pago-parcial supe que la velocidad de las subidas estaba justificada. El mismo tipo de operación era el que se estaba articulando con las compañías de suministro de aguas.

Además de permitirte comprar acciones a plazos, estas compañías pagaban un 8 por ciento de dividendos, desde el primer momento. Durante al menos un año, obtenías este 8 por ciento de dividendos por su valor total, cuando tú sólo tenías que haber satisfecho un 40 por ciento del precio de las acciones. Esto se traducía en un 20 por ciento de retorno sobre tu inversión en los primeros 12 meses, incluso aunque al precio de las acciones se mantuviese estático.

Las acciones de la compañía británica de suministro de aguas eran inexplicablemente populares. Antes de la Oferta Pública de Venta (*Initial Public Offering*), los gestores de fondos estadounidenses y otros inversores ya habían hecho una provisión a tal efecto. Utilicé todo lo que me habían asignado en Magellan, y luego compré más acciones en la posventa, cuando comenzaron a cotizar en la Bolsa de Londres (*London Stock Exchange*). Una cartera compuesta por las cinco compañías dedicadas al suministro de aguas duplicó su valor en tres años.

El resto de compañías británicas que habían salido a bolsa lo han hecho igual de bien o mejor en los seis meses y un año después de su oferta al mercado. Esto nos lleva a otro fondo de «Y si», el Fondo del mercadillo de la

Reina. Cualquier inversor americano podría haber confeccionado una cartera como la que se muestra en la Tabla 17-1 y haber logrado los resultados en ella indicados.

TABLA 17-1 **Fondo del mercadillo de la Reina**

<b>Nombre de la compañía</b>	<b>Acciones emitidas el</b>	<b>% Revalorización un año después</b>
British Airways	2/81	103,0
British Gas	12/86	194,0
British Steel	12/88	116,0
British Telecom	11/84	200,0
Northumbrian Water	12/89	75,9
Severn Trent	12/89	54,6
Welsh Water	12/89	76,9
Yorkshire Water	12/89	74,4

Fuente: DataStream.

Basado en el precio de las acciones vendidas en el mercado Americano.

Cada vez que una compañía telefónica es privatizada, en cualquier lugar —México, España, o las Filipinas— los accionistas han cosechado retornos que sólo se ven una vez en la vida. Los políticos en todo el mundo se han dedicado a mejorar los servicios telefónicos, y en los países emergentes existe tal ansia por tener teléfonos que estas compañías crecen alrededor del 2030 por ciento al año. Lo que ves aquí es la tasa de crecimiento de una pequeña compañía, el tamaño y la estabilidad de un *blue chip*, y el éxito garantizado por un monopolio. Si te perdiste AT&T en 1910, podrías haberlo compensado con las telefónicas españolas y mexicanas a finales de los ochenta.

Los accionistas de Magellan hicieron mucho dinero con la telefonía mexicana. No era necesario siquiera visitar la compañía para darse cuenta de que los beneficios estaban de camino. En el país sabían que necesitaban mejorar las comunicaciones telefónicas para que la economía pudiese crecer.

Los teléfonos eran tan importantes como las carreteras. También sabían en México que no era posible un buen sistema de telefonía sin una compañía bien gestionada y con suficiente capital. Y era imposible atraer capital si no se

aseguraban unos beneficios decentes para los accionistas.

He aquí otro gran ejemplo de cartera «Y si», compañías telefónicas de países emergentes (véase la Tabla 17-2).

TABLA 17-2 **Compañías telefónicas de naciones emergentes**

<b>Nombre de la compañía</b>	<b>% Revalorización</b>	<b>Fecha</b>
Compañía de Teléfonos de Chile	210,0	7/90-9/92
Teléfonos de México	774,8	7/90-9/92
Hong Kong Telecommunications Ltd.	72,3	12/88-9/92
Telefónica de España	100,0	6/87-9/92
Philippine Long Distance	565,0	1/90-9/92

Basado en el precio de las acciones vendidas en el mercado estadounidense.

En 1990, las ventas de las compañías privatizadas en todo el mundo habían alcanzado los 200.000 millones de dólares. Los franceses habían vendido los suministros eléctricos y los ferrocarriles, Escocia sus plantas hidroeléctricas, España y Argentina se repartieron las compañías petrolíferas, y los mexicanos las aerolíneas. Gran Bretaña algún día vendería sus puertos y ferrocarriles, Japón sus trenes bala, Corea su banco público ruinoso, Tailandia sus aerolíneas, Grecia una compañía cementera, y Portugal las telefónicas.

En Estados Unidos no ha habido muchas privatizaciones como en otras partes del mundo, porque no hay mucho por privatizar aquí. Las compañías petrolíferas, las telefónicas y las eléctricas eran privadas desde un principio. El ejemplo más reciente es el de Conrail, o lo que es lo mismo, Consolidated Rail Corporation, que nació de las ruinas de Penn Central y otras cinco líneas quebradas del noreste. Durante varios años, el Gobierno dirigió estas empresas deficitarias, hasta que la administración Reagan decidió que privatizar la compañía era la mejor forma para conseguir que Conrail dejase de pedir al Gobierno limosnas, que ya excedían los 7.000 millones.

Algunas facciones políticas propiciaron la venta de Conrail a una compañía ya existente, siendo Norfolk Southern el candidato más probable, pero después de mucho debate en el Congreso, decidieron que lo mejor era

que saliese a bolsa. En marzo de 1987, Conrail se convirtió en la mayor Oferta Pública de la historia de Estados Unidos, 1.600 millones de dólares. El Gobierno se dejó una fortuna en acondicionar la compañía, mejorando las vías y la maquinaria, e inyectando dinero en ella. El precio inicial era de 10 dólares por acción, y en el momento de escribir estas líneas las acciones rondaban un valor de 46 dólares.

En una reunión convocada para celebrar la operación, el presidente Reagan dijo: «Bien, ¿para cuándo vendemos la TVA?». Por supuesto, nunca había existido una propuesta seria de privatizar el Tennessee Valley Authority, pero si sucediese, me pondría a la cola esperando el folleto. En una ocasión se habló de privatizar Amtrak, y también las reservas petrolíferas de California y Wyoming, y también me pondría a la cola para esperar sus folletos. Quizá algún día privaticen la National Gallery, la Marine Band o las cataratas del Niágara.

Así las cosas, no había nuevas privatizaciones a la vista cuando buscaba algunas recomendaciones para el panel de *Barron's*. Las viejas conocidas, como la compañía telefónica mexicana (el Taco Bell original), y la telefónica española (Flamenco Bell), habían cosechado enormes beneficios el año anterior y parecía que este año se iban a superar. ¿Significa esto que no había forma para un inversor de beneficiarse de los obsequios del Estado en 1992? No mientras tengamos la Resolution Trust Corporation.

Ya hemos mencionado una forma de aprovecharse del desastre de las cooperativas de ahorros y préstamos, comprar acciones cuando las cooperativas de ahorros y préstamos en buen estado están adquiriendo nuevas divisiones y depósitos de sus fracasadas primas hermanas. La otra forma es adquirir acciones de una compañía llamada Allied Capital II.

Allied Capital es una de las pocas firmas de capital riesgo que cotiza. Presta dinero, principalmente a pequeñas compañías, y como contraprestación recibe un tipo de interés relativamente alto y una sorpresa extra (*stock options, warrants, etc.*) que da derecho a Allied una parte de los beneficios si la empresa resulta exitosa. Esta estrategia ha resultado ser tan productiva que una persona que haya invertido 10.000 dólares en Allied Capital I cuando salió a bolsa en 1960 está sentado en una cesta de huevos de oro valorados en 1,5 millones de dólares.

Uno de los resultados de los préstamos para start-ups que ha concedido Allied Capital es el purificador de aire que tenemos en nuestro dormitorio en Marblehead. Esta maravillosa máquina elimina las partículas arenosas del aire, de modo que la calidad del aire de nuestra habitación es comparable con la de un laboratorio de ingeniería genética. Le he regalado una de estas unidades a mi suegra y otra a mi secretaria, para que también ellas puedan eliminar el polvo del aire en sus vidas. La máquina la fabrica Envirocare, una firma de alta tecnología en la que Allied Capital posee un gran interés en acciones para seguir adelante con su préstamo.

Recientemente, el equipo de Allied Capital decidió crear una réplica. Crearon un segundo fondo de 92 millones de dólares vendiendo acciones de Allied Capital II, que ahora cotiza en el mercado extrabursátil (mercado OTC). La esencia era igual que para la primera Allied. La compañía toma el dinero de su fondo, en este caso 92 millones de dólares, para recaudar otros 92 millones. Ahora tiene un fondo de 184 millones de dólares. Utiliza sus 184 millones para comprar préstamos que generan un interés de, digamos, un 10 por ciento.

Si el coste de la financiación de Allied II es de, por ejemplo, un 8 por ciento, y adquiere una cartera de préstamos que generan un 10 por ciento, puede hacer un cómodo diferencial para sus accionistas, además de la ocasional sorpresa descrita anteriormente. La compañía tiene pocos empleados y pocos gastos.

La clase del éxito de Allied ha sido la habilidad de los gestores de recuperar el dinero. A diferencia de los banqueros, los prestamistas en Allied son muy puntillosos respecto a quiénes prestan su dinero, y muy rigurosos sobre cuánto colateral tienen que poner los prestatarios. Allied Capital II, había oído, estaba utilizando una parte de su fondo para comprar préstamos de Resolution Trust Corporation.

Normalmente pensamos que Resolution Trust Corporation vende apartamentos, cursos de golf, cubertería dorada, piezas de arte sobrevaloradas, y jets corporativos en un tiempo utilizados por los propietarios de las quebradas cooperativas de ahorros y préstamos. Pero RTC también vende los préstamos que concedieron aquellos tipos alocados. Entre

los muchos préstamos que se encuentran en las carteras de estas cooperativas de ahorros y préstamos hay algunos realmente buenos otorgados a respetables prestamistas con un sólido colateral.

Los bancos de inversión de Wall Street y los grandes bancos han comprado muchos de esos préstamos en la categoría de múltiples millones de dólares, pero los préstamos de 1 millón de dólares o menos no han sido tan fáciles de colocar para RTC. Es aquí donde Allied Capital II tenía planes de entrar en la subasta.

Llamé a la compañía para asegurarme de que el mismo equipo que dirigía la Allied Capital originaria era el mismo que tomaba las decisiones en Allied Capital II. Y lo era. Las acciones en Allied II se vendían a 19 dólares, con un dividendo del 6 por ciento. Invertir en Allied II era una forma sencilla de convertir el fiasco de las cooperativas de ahorros y préstamos en un negocio exitoso. He aquí una oportunidad de recuperar algunos de los impuestos que tuvimos que pagar entre todos para financiar su rescate.

<b>Símbolo del valor</b>	<b>Compañía</b>	<b>Precio a 13/1/92</b>
ALII	Allied Capital Corporation II	19,00 \$

## Mi diario Fannie Mae

Cada año, desde 1986, he recomendado Fannie Mae en el panel de *Barron's*. Empieza a resultar aburrido. Lo recomendé en 1986 como «la mejor compañía, literalmente, de América», señalando que Fannie Mae tiene una cuarta parte de los empleados de Fidelity y diez veces sus beneficios. En 1987 la calificué como la «cooperativa de ahorros y préstamos definitiva». En 1988, dije que era «una compañía mucho mejor que hace un año, y sus acciones están ocho puntos por debajo». En 1989, cuando Alan Abelson me preguntó: «¿Cuál es tu compañía favorita para invertir?», respondí: «Una compañía de la que ya has oído hablar, la Federal National Mortgage Association».

No es casualidad que haya una foto de la sede de Fannie Mae junto a las fotos de mi familia en mi oficina. Me resulta entrañable pensar en ese lugar. La acción ha sido tan buena que deberían retirar su símbolo.

Durante mis últimos tres años en Magellan, Fannie Mae fue la posición más grande en el fondo, con un valor de quinientos millones de dólares. Otros fondos de Fidelity también invirtieron en Fannie Mae. Entre las acciones y los warrants (opciones para comprar más acciones a determinado precio), Fidelity y sus clientes obtuvieron más de mil millones de dólares en beneficios gracias a Fannie Mae en los ochenta.

Voy a enviar este resultado al *Libro Guinness de los Récords*: la mayor cantidad de dinero jamás obtenida por un fondo de inversión con un solo valor en la historia de las finanzas.

¿Era Fannie Mae un evidente ganador? A posteriori, sí, pero una acción no te pide que la compres.

Siempre hay algo de qué preocuparse. Siempre hay inversores respetados que te dicen que te estás equivocando. Tienes que conocer la historia mejor que ellos, y tener fe en lo que sabes. Para que un valor se comporte mejor de lo esperado, la compañía tiene que estar muy infravalorada. Si no, se vendería a un precio mayor, para empezar. Cuando la opinión preponderante es más pesimista que la tuya, tienes que corroborar una y otra vez los hechos, para asegurarte de que no estás siendo demasiado optimista.

La historia continúa cambiando, para mejor o peor, y tienes que seguir la pista de estos cambios para actuar en consecuencia. Con Fannie Mae, Wall Street estaba ignorando los cambios. La vieja Fannie Mae había causado una impresión tan profunda que los inversores tuvieron que tomarse un tiempo para ver a la nueva Fannie Mae naciendo frente a sus ojos. Yo lo vi, pero no de inmediato. Aunque aún era lo suficientemente pronto para multiplicar por 6 los beneficios de una inversión de 200 millones de dólares. Éste es mi diario de Fannie Mae.

## **1977**

Tomé mi primera posición en estas acciones de 5 dólares. ¿Qué sabía entonces sobre la compañía? Sabía que había sido fundada en 1938 como empresa estatal y que había sido privatizada en los años sesenta. Su actividad consistía en proveer de liquidez al mercado hipotecario, lo que lograba comprando hipotecas de bancos y cooperativas de ahorros y préstamos. Su lema era «Pide a corto y presta a largo». Fannie Mae tomaba dinero prestado a un bajo tipo de interés, utilizaba el dinero para comprar hipotecas a largo plazo que pagaban un tipo de interés fijo más alto, y se embolsaba la diferencia.

La estrategia funcionaba bien en períodos en los que los tipos de interés experimentaban una tendencia a la baja. Fannie Mae ganó mucho dinero durante esos períodos, porque el coste de tomar dinero prestado disminuía mientras las remesas de su cartera de hipotecas a interés fijo se mantenían constantes. Cuando los tipos de interés subían, el coste de tomar prestado se incrementaba, y Fannie Mae perdía mucho dinero.



Vendí las acciones unos meses después de comprarlas, con un pequeño beneficio, cuando me di cuenta de que los tipos de interés estaban subiendo.

## 1981

Fannie Mae tenía mucho en común con la heroína de *Los peligros de Paulina*: intentando evitar la última de las calamidades. Todas las hipotecas a largo plazo que había comprado a mitad de los años setenta estaban generando intereses del 8 al 10 por ciento. Mientras, los intereses a corto plazo habían alcanzado máximos de entre el 18 y el 20 por ciento. No puedes ir demasiado lejos si pides prestado a 18 para conseguir 9. Los inversores los sabían, por eso sus acciones, que se vendieron hasta por 9 dólares por unidad en 1974, cayeron a un mínimo histórico de 2 dólares.

Éste era uno de esos períodos extraños en los que un propietario de una vivienda podría decir: «Mi casa está bien, pero mi hipoteca es preciosa». Afuera podía haber un escorial pero la gente no se quería mover. Se estaban quedando por el mero hecho de la maravillosa hipoteca. Esto no era bueno para los bancos, y era terrible para Fannie Mae. Había rumores de que la compañía dejaría el negocio.

## 1982

Delante de mis narices, Fannie Mae estaba a punto de someterse a un cambio trascendental. Algunas personas se dieron cuenta. Elliot Schneider de Gruntal & Co., un analista conocido como el seguidor más entregado de Fannie Mae, predijo: «Fannie Mae se va a convertir en el tipo de chica que quieres presentarle a tu madre».

La compañía que todos pensábamos que entendíamos como un juego de tipos de interés, perdiendo millones un año, haciendo millones al siguiente, trataba de reinventarse. Metieron a un tipo llamado David Maxwell. Maxwell era un abogado y antiguo comisario de seguros de Pennsylvania que anteriormente había montado su propia compañía de seguros hipotecarios, y la convirtió en todo un éxito. Conocía el sector.

Maxwell estaba determinado a acabar con los acusados vaivenes de Fannie Mae. Quería convertir la compañía en una empresa estable, madura y con unos ingresos seguros. Trataba de lograrlo de dos formas: (1) acabando con la máxima «Pide a corto y presta a largo» y (2) imitando a Freddie Mac.

Freddie Mac, anteriormente conocido como la Federal Home Loan Mortgage Corporation, también fue iniciativa del gobierno federal. Su objeto consistía en comprar hipotecas de las cooperativas de ahorros y préstamos. Freddie Mac salió a bolsa en 1970. Además de comprar préstamos hipotecarios y mantenerlos, Freddie Mac se tropezó con la novedosa idea de empaquetar hipotecas.

La idea era simple: compra un puñado de hipotecas, mételas en el mismo paquete, y véndeselo a bancos, cooperativas de ahorros y préstamos, compañías aseguradoras, o dotaciones de universidades, etc.

Fannie Mae le copió la idea a Freddie Mac y comenzó a empaquetar préstamos hipotecarios en 1982. Digamos que tienes una hipoteca que grava tu casa, a favor del banco X. El banco X le vende tu hipoteca a Fannie Mae. Fannie Mae lo juntaba con otras hipotecas para crear títulos con respaldo hipotecario (MBS en inglés). Podría después vendérselo a cualquiera, incluso revendérselo a los bancos que originaron las hipotecas que forman parte del paquete.

Fannie Mae recibía unos buenos ingresos por hacer esto. Y vendiendo las hipotecas que solía mantener en su propia cartera trasladaba el riesgo de los tipos de interés a los compradores.

Este servicio de «empaquetado» era muy popular en los círculos bancarios. Antes de que apareciesen los títulos con respaldo hipotecario, los bancos y las cooperativas de ahorros y préstamos se encontraban estancados con miles de pequeños préstamos hipotecarios. Era difícil seguirles la pista, y era difícil venderlos de un pellizco. Ahora los bancos podrían vender todas sus hipotecas a Fannie Mae y utilizar el dinero para conceder más hipotecas, de modo que su dinero no se encontraba estancado. Si aun así querían quedarse con algunas hipotecas, podían comprar algunos títulos con respaldo hipotecario a la misma Fannie Mae.

Pronto hubo un mercado para los títulos con respaldo hipotecario, y se podían realizar transacciones con ellas al momento, como ocurre con los bonos o las acciones o con una botella de vodka en Moscú. Primero miles, y después millones de hipotecas se transformaban en paquetes. Este pequeño invento, si se le puede llamar así, estaba destinado a convertirse en una industria que movía más de 300.000 millones de dólares al año, más que el Gran Acero o el Gran Carbón o el Gran Petróleo.

Pero en 1982 yo aún veía a Fannie Mae como un juego de tipos de interés. Compré sus acciones por segunda vez en mi carrera, cuando los tipos estaban bajando. En las notas que tomé después de llamar a la compañía el 23 de noviembre de 1982, escribí: «... Creo que harán 5 dólares por acción». Ese año las acciones repuntaron como era costumbre en Fannie Mae, de 2 a 9 dólares. Esto es lo que ocurre con las empresas cíclicas: la compañía perdió dinero en 1982 y el precio de las acciones se multiplica por cuatro, cuando los inversores anticipan la próxima época dorada.

## 1983

Cuando llamé en febrero, la compañía estaba haciendo mil millones de dólares al mes con estos nuevos títulos con respaldo hipotecario. Se me ocurrió que Fannie Mae era como un banco, pero con ventajas sobre un banco. Los bancos tienen unos gastos generales del orden del 2-3 por ciento. Fannie Mae podía cubrir sus gastos con 0,2 por ciento. No tenía un dirigible. No regalaba tostadoras. Nunca pagó a Phil Rizzuto<sup>29</sup> para que anunciase sus títulos con respaldo hipotecario en televisión. Su mayor gasto era la nómina de 1.300 personas, distribuidas entre cuatro oficinas situadas en cuatro ciudades distintas. Bank of America tenía tantas divisiones como Fannie Mae empleados.

Gracias a su estatus como agencia cuasigubernamental, Fannie Mae podía tomar dinero prestado más barato que IBM o General Motors u otras miles de compañías. Por ejemplo, podría comprar una hipoteca a 15 años a un 9 por ciento, y ganar un 1 por ciento de margen.

No hay banco, cooperativa de ahorros y préstamos, u otro tipo de entidad financiera en Estados Unidos que pueda ganar dinero con un margen de un 1 por ciento. No parece mucho pero un 1 por ciento de préstamos por valor de 100.000 millones de dólares son 1.000 millones de dólares.

Fannie Mae tuvo que empezar a eliminar paulatinamente lo que ellos mismos denominaban «bloque de granito», la cartera de hipotecas a largo plazo que adquirió en los setenta a tipos desfavorables. Era un proceso lento. Las hipotecas se refinanciarían y Fannie Mae las reemplazaría con hipotecas que pagan un tipo de interés superior. Aun así todavía poseía hipotecas por valor de 60.000 millones de dólares, con un rendimiento conjunto del 9,24 por ciento, cuando el coste medio de la deuda era del 11,87 por ciento.

La compañía llamó la atención de Thomas Hearn, de Merrill Lynch; Mark Alpert, de Bear Stearns, y Thomas Klingenstein, de Wertheim. Muchos analistas hablaban bien de ella. Se dieron cuenta de que un mayor descenso de los tipos de interés podría, como dijo uno de ellos, «reventar los beneficios».

Después de ocho trimestres consecutivos de pérdidas, Fannie Mae de hecho publicó un beneficio en 1983. La acción no fue a ninguna parte.

## **1984**

Mi compromiso con Fannie Mae fue de un enorme 0,1 por ciento de los activos de Magellan. Pero incluso una pequeña participación me permitía mantenerme en contacto. Lo incrementé, con cautelas, hasta el 0,37 por ciento a finales de año. Las acciones cayeron a la mitad, de 9 a 4 dólares y en su línea, cuando los tipos de interés aumentaron, los ingresos decayeron. Los beneficios de los títulos con respaldo hipotecario estaban todavía compensados por el bloque de granito.

Para evitar estos apuros en el futuro, Fannie Mae comenzó a «coordinar» sus préstamos con el dinero que tomaba prestado. En lugar de tomar prestado a corto plazo con las tasas más bajas, estaba ofreciendo bonos a 3, 5 y 10 años a mayores tipos de interés. Esto incrementó el coste del dinero para Fannie Mae,

penalizando los beneficios a corto plazo. Pero a largo plazo hizo a la compañía menos vulnerable a las variaciones de los tipos que habían sido su punto flaco en tiempos pasados.

## 1985

Estaba comenzando a caer en la cuenta del potencial de la compañía. Los títulos con respaldo hipotecario podrían ser una gran industria; Fannie Mae estaba empaquetando 23.000 millones de dólares de estos al año, el doble que en 1983-1984. Se estaban eliminando grandes porciones del «bloque de granito». Los gestores comenzaban a hablar de «la vieja cartera» y «la nueva cartera». Aquí había dos negocios distintos: empaquetar las hipotecas y venderlas, y conceder hipotecas y mantenerlas en cartera.

Un nuevo temor comenzó a vislumbrarse: y no eran los tipos de interés, sino Texas. Allí, algunas cooperativas de ahorros y préstamos imprudentes habían prestado dinero en el boom del petróleo. Gente en Houston que había conseguido hipotecas con un 5 por ciento abajo estaban dejando las llaves en la puerta y huyendo de sus casas y de sus hipotecas. Fannie Mae era parte en muchas de ellas.

En mayo, visité la compañía en Washington y hablé con David Maxwell. Varios de los competidores más importantes de Fannie Mae habían abandonado. Con menos competidores comprando y vendiendo hipotecas, el margen de beneficio se amplió. En consecuencia los beneficios de Fannie Mae se dispararon.

Me impresionó el progreso de Fannie Mae. Compré más acciones, las suficientes para que Fannie Mae constituyese el 2 por ciento del fondo, en el top 10 de mis posiciones.

A principios de julio, hablé con Paul Paquin del departamento de relación con inversores para que me pusiese al día. Los dos números más repetidos en las facturas de teléfono de mi oficina eran el de Fannie Mae y el de mi casa en Marblehead.

He aquí la pregunta clave a realizar sobre un valor prometedor a la par que arriesgado: si las cosas van bien, ¿cuánto puedo ganar? ¿Cuál es la parte ventajosa de la ecuación? Me planteé que si Fannie Mae podía hacer frente a sus gastos con los ingresos que obtenía gracias a los títulos con respaldo hipotecario y luego obtener un 1 por ciento de su cartera de 100.000 millones de dólares, podría ganar 7 dólares por acción. Con los precios de 1985, ello le daba a la compañía un ratio PER de 1. Cuando una compañía puede generar el precio de sus acciones en un año, has encontrado un buen trato.

Al principio, tomé páginas y páginas de notas durante mis conversaciones con Fannie Mae, pero ahora sabía que la compañía iba tan bien que podía apuntar los nuevos acontecimientos en una sola página.

Fannie Mae perdió 87 centavos por acción en 1984, pero recuperó 52 en 1985. Sus acciones pasaron de 4 a 9 dólares.

## 1986

Retrocedí un poco. Hasta el 1,8 por ciento de la cartera. En Wall Street aún estaban preocupados por Texas y las llaves en las puertas. En mis notas del 19 de mayo había un acontecimiento reseñable: Fannie Mae acababa de vender 10.000 millones de su «bloque de granito», y ya sólo mantenía 30.000 millones de dólares en préstamos no favorables. Por primera vez me dije a mí mismo: «¡Esta acción es una compra sobre los títulos con respaldo hipotecario por sí sola!».

Otra nueva carta que también se dio la vuelta: Fannie Mae estaba ajustando sus estándares de préstamos sobre nuevas hipotecas. Esto resultó ser una jugada inteligente, porque protegía a Fannie Mae en la próxima recesión. Mientras bancos como Citicorp estaban facilitando la concesión de hipotecas aligerando el papeleo —hipotecas sin documentación, hipotecas con poca documentación—, Fannie lo estaba dificultando. Fannie Mae no quería repetir el error de Texas. En ese estado, estaba promoviendo la hipoteca «no hay manera, José».

Las imperfecciones de Fannie Mae estaban oscureciendo la belleza de los títulos con respaldo hipotecario. El negocio iba a crecer por descontado, a medida que la refinanciación se convertía en el pasatiempo nacional. Incluso si no se venden casas nuevas, el negocio de las hipotecas tiende a crecer. La gente se va de las casas viejas, y otra gente comprará esas casas viejas, de modo que se suscribirán nuevas hipotecas. Muchas de ellas acabarán en paquetes de Fannie Mae, y Fannie Mae obtendrá mayores comisiones.

La compañía se reinventó, y estuvo a punto de experimentar la gran «explosión» que Thomas Klingenstein anticipó en 1983, aunque la mayoría de los analistas se mostraban escépticos. Montgomery Securities les dijo a sus clientes que «Fannie Mae estaba sobrevalorada con relación a nuestra frugalidad media que cubríamos». ¿Era realmente un compañía frugal media? «El significativo descenso que los precios del petróleo han experimentado recientemente —continuó Montgomery— podría incidir negativamente en los 18.500 millones de dólares en hipotecas que la firma tiene expuestas en la región suroeste del país.»

Fannie Mae se estaba deshaciendo de su bloque de granito. Vendió otros 10.000 millones de dólares de esas viejas hipotecas con tipos de interés poco favorables.

En los últimos cinco meses de 1986, sus acciones subieron de 8 a 12 dólares. La compañía ganó 1,44 dólares aquel año.

## 1987

Entre un 2 y un 2,3 por ciento de Magellan estuvo invertido en Fannie Mae durante este año. Sus acciones oscilaron entre los 12 y los 16 dólares, vuelta a los 12 y luego a los 16 dólares, y después sufrieron un retroceso hasta los 8 dólares en la Gran Corrección de octubre. Los observadores del contoneo estaban perplejos.

Me estoy adelantando. En febrero, hablé con los ejecutivos de Fannie Mae por teleconferencia. Me enteré de que las ejecuciones hipotecarias en Fannie Mae aún estaban en alza. Fannie Mae había ejecutado tantas

propiedades en Texas que se había convertido en el mayor magnate inmobiliario de la región, literalmente por impago.

Había 38 empleados de Fannie Mae trabajando en Houston tratando de deshacerse de estas propiedades. La compañía tuvo que desembolsar millones de dólares en acciones de desahucio, y otros tantos para cortar el césped y pintar las puertas, y mantener las casas que habían sido abandonadas hasta que encontrasen compradores. Que en ese momento eran escasos.

El mercado residencial en Alaska también había sufrido un fuerte deterioro. Afortunadamente para Fannie Mae, el mercado residencial en Alaska es muy pequeño.

En mi cabeza, todos estos puntos negativos se veían eclipsados por el extraordinario éxito de los títulos con respaldo hipotecario, 100.000 millones de dólares empaquetados en un solo año. También, Fannie Mae resolvió el problema de las subidas y bajadas. Ya no se podía considerar una empresa cíclica. Estaba comenzando a parecerse a Bristol-Myers o a General Electric, con un crecimiento estable y unos beneficios predecibles. Pero crecía mucho más rápido que Bristol-Myers. Sus beneficios subieron de 83 centavos 1,55 dólares.

El 13 de octubre, unos días después de la Gran Corrección, llamé de nuevo a la compañía. David Maxwell, el consejero delegado, realizó una interesante afirmación que confirmó mis suposiciones: si los tipos de interés subiesen un 3 por ciento, dijo, los beneficios de Fannie Mae disminuirían tan sólo en 50 centavos. Nunca se hubiese podido escuchar semejante afirmación de la vieja Fannie Mae. Fue un punto de inflexión, la compañía nos estaba confirmando que la transformación había tenido éxito.

Junto al resto de las acciones, Fannie Mae fue fulminada el 19 de octubre. Los inversores estaban invadidos por el pánico, y los comentaristas predijeron el fin del mundo. Me sentí reconfortado con el hecho de que mientras la tasa de ejecuciones hipotecarias en Fannie Mae aún aumentaba, su ratio de morosidad a 90 días comenzaba a disminuir. Dado que la morosidad acaba llevando a las ejecuciones, esta disminución en la tasa de morosidad sugería que Fannie Mae ya había pasado lo peor.



Me recordé a mí mismo el cuadro grande, de que las acciones en buenas compañías merecen la pena comprarlas. Estaba convencido de que Fannie Mae era una buena empresa; ¿qué era lo peor que podía sucederle?, ¿una recesión que acabase convertida en depresión? En tal situación, las tasas de interés disminuirían, y Fannie Mae se beneficiaría de ello refinanciando su deuda con tipos de interés más bajos. Mientras la gente pueda pagar su hipoteca, Fannie Mae será el negocio más lucrativo del planeta.

Cuando se acerque el fin del mundo y la gente deje de pagar sus hipotecas, Fannie Mae se vendrá abajo con el resto del sistema bancario y todos los demás sistemas, pero no pasará de un día para otro. Lo último que la gente abandona en tales casos (excepto en Houston, parece ser) es su casa. No se me ocurre nada mejor en lo que estar invertido cuando se acerque el crepúsculo de la civilización que las acciones de Fannie Mae.

Fannie Mae estaría de acuerdo conmigo. Después de la Gran Corrección, la compañía anunció que iba a recomprar 5 millones de acciones.

## 1988

Hay varios tipos de compras. Está el tipo «¿Qué más voy a comprar?». También el «Quizá esto funcione». El «Compra ahora y vende luego». Está el tipo «Compra para tu suegra». Y el tipo «Compra para tu suegra, y todos tus tíos, tías y primos». También «Vende la casa e invierte todo el dinero en esto». O el «Vende la casa, el barco, los coches y la barbacoa e inviértelo todo aquí». Y por último el tipo de compra «Vende la casa, el barco, los coches, la barbacoa, y convence a tu suegra, tus tías, tus tíos y tus primos para que hagan lo mismo». En esto último se estaba convirtiendo Fannie Mae.

Aumenté la posición de Magellan hasta el 3 por ciento durante la mayor parte de 1988. La compañía ganó 2,14 dólares frente a los 1,55 dólares del año anterior. Un 60 por ciento de su cartera de hipotecas habían sido concedidas bajo los nuevos y rigurosos estándares.

Las ejecuciones en Fannie Mae disminuyeron por primera vez desde 1984.

Además, el Gobierno aprobó nuevas normas contables para el negocio de las hipotecas. Hasta entonces, las comisiones de compromiso de las hipotecas habían sido registradas como ingresos tan pronto como Fannie las recaudaba. La compañía recibía 100 millones de dólares un trimestre y 10 millones al siguiente. Este sistema contable causaba acusadas fluctuaciones en los ingresos trimestrales de Fannie Mae. No era inusual en Fannie Mae presentar un trimestre a la baja que asustaba a los inversores hasta el punto de generar una venta masiva de acciones.

Con las nuevas normas contables, las tasas tenían que ser amortizadas a lo largo de la vida del nuevo préstamo hipotecario. Desde entonces, Fannie Mae no ha vuelto a sufrir un trimestre de bajadas.

## 1989

Me di cuenta de que el gran Warren Buffett poseía 2,2 millones de acciones. Hablé con la compañía varias veces. El mes de julio es el que presentaba una mayor cantidad de activos improductivos. Había un pequeño problema con los impagos en Colorado, pero en Texas este mismo problema estaba desapareciendo. El milagro de los milagros: los precios de las casas estaban subiendo en Houston.

Por la Encuesta Nacional de Morosidad (*National Delinquency Survey*), mi última lectura de noche, me enteré de que la tasa de impago a 90 días de Fannie Mae había vuelto a disminuir, del 1,1 por ciento en 1988 al 0,6 por ciento en 1989. También comprobé la estadística del «precio promedio de la vivienda» para asegurarme de que los precios de las casas no estaban a punto de colapsarse. No lo estaban. De hecho, estaban subiendo, como de costumbre.

Ese fue el año que «cargué el camión». «Cargar el camión» es una expresión técnica que se utiliza en Wall Street para expresar la idea de comprar tantas acciones como puedas permitirte. En ese momento, un 4 por ciento de los activos de Magellan estaban invertidos en Fannie Mae, y hacia finales de año alcancé el límite del 5 por ciento. Era, de lejos, mi posición más grande en cartera.

Fannie Mae estaba ahora empaquetando títulos con respaldo hipotecario nuevos por valor de 225.000 millones de dólares. Estaba haciendo 400 millones de dólares de un negocio que no existía en 1981. Ahora ninguna cooperativa de ahorros y préstamos en el mundo quería ser titular de un préstamo hipotecario. Todas se los pasaban a Freddie Mac o a Fannie Mae.

Finalmente, Wall Street empezó a hacerse a la idea de que esta compañía continuaría creciendo entre un 15 y un 20 por ciento. Sus acciones se dispararon de 16 a 42 dólares, dos veces y media en un año. Como ocurre a menudo en el mercado de valores, varios años de paciencia se ven recompensados en uno solo.

Incluso a ese precio, Fannie Mae seguía estando infravalorada, con un PER 10. Un artículo negativo sobre el mercado inmobiliario, titulado «Crumbling Castles» («Castillos desmoronándose»), apareció en *Barron's* en diciembre. El subtítulo rezaba: «La recesión en el mercado inmobiliario tiene implicaciones ominosas». La ilustración mostraba una casa de dos plantas con una placa en el jardín de delante que decía: ¡SE ALQUILA, SE VENDE, LO QUE SEA!

Si no fuese porque el temor en el mercado inmobiliario no acababa de desvanecerse, el precio de las acciones hubiese alcanzado los 100 dólares.

## 1990

Intenté mantener el límite del 5 por ciento, el máximo permitido por la Comisión de Bolsa y Valores (Securities and Exchange Commission). El precio de las acciones de Fannie Mae había aumentado hasta el punto de que durante un corto período de tiempo representaron el 6 por ciento del valor del fondo. Esto estaba muy bien, mientras el límite del 5 por ciento no había sido excedido porque yo hubiese adquirido más acciones, sino porque su precio había aumentado.

En el verano y en el otoño, observé con fascinación el preocupante hundimiento de las acciones justo cuando todo en la compañía iba bien. Sadam Huséin había invadido Kuwait, y nosotros habíamos invadido a Sadam. En ese momento la principal preocupación era que la Guerra del Golfo generase una

depresión en el mercado inmobiliario nacional, una versión a gran escala del desastre de Texas. Cientos de miles de personas dejaron sus casas y enviaron las llaves a Fannie Mae. Fannie Mae se convertiría en el gran propietario del país, despilfarrando millones en pintar, carteles de SE VENDE, y facturas de abogados.

Nunca en todos mis años de experiencia viendo compañías pasándolo mal sin motivo aparente había visto una que se lo mereciese menos que Fannie Mae. Los problemas de morosidad en Fannie Mae eran minúsculos, pero aun así sufría el miedo por asociación de los inversores. En noviembre de 1990, *The Wall Street Journal* publicó un artículo titulado «Citicorp Lenders Lament» («El lamento de los prestamistas de Citicorp») que describía cómo la morosidad en los préstamos había aumentado del 2,4 al 3,5 por ciento. Ello no tenía nada que ver con Fannie Mae, pero el precio de las acciones de Fannie Mae (junto con muchos de los asuntos relacionados con las hipotecas) también cayó en desgracia.

Qué pena por los accionistas que prestaron atención al panorama general en lugar de a la trayectoria de la compañía, y vendieron sus acciones debido a la depresión que se avecinaba en el mercado inmobiliario residencial. Excepto para las grandes casas, no se avecinaba depresión alguna en el mercado inmobiliario residencial. La National Association of Realtors (Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios) en consecuencia informó de que, en 1990 y en 1991, el precio de una vivienda media incrementó su valor.

Si has seguido su historia, deberías saber que Fannie Mae no había suscrito ninguna gran hipoteca por encima de los 202.000 dólares, por lo que no estaba involucrada en el mercado de «casas trofeo». El valor medio de sus hipotecas rondaba los 90.000 dólares. También deberías saber que había endurecido los requisitos que exigía para la suscripción de sus préstamos, y no volvió a conceder préstamos al estilo de los de Texas 5 por ciento abajo. Uno sabía que el negocio de los títulos con respaldo hipotecario todavía estaba creciendo a un ritmo acelerado.

Las acciones de Fannie Mae cayeron de 42 a 24 dólares con la venta masiva sufrida tras los acontecimientos relacionados con Sadam Huséin, pero pronto repuntaron hasta los 38 dólares.

## 1991

Me había ido de Magellan. Dependía de mi sucesor, Morris Smith, continuar siguiendo a Fannie Mae. Lo hizo y sus acciones continuaron como la primera posición de la cartera. El precio volvió a subir de 38 a 60 dólares. La compañía obtuvo ingresos récord de 1.100 millones de dólares.

## 1992

Por sexto año consecutivo, recomendé Fannie Mae en *Barron's*. Sus acciones se vendían a 69 dólares con un beneficio de 6 dólares, dando un resultado de un PER de 11, muy favorable en comparación con la media del mercado que se situaba en 23.

Una vez más, detrás de ello también había mejoras. Fannie Mae estaba reduciendo su riesgo de tipo de interés emitiendo deuda con colaterales. La deuda con colaterales le daba a Fannie Mae el derecho a recomprar sus bonos cuando le sea conveniente, especialmente cuando las tasas de interés caigan y pueda tomar dinero prestado más barato.

Ahora sufre una penalización a corto plazo por emitir deuda convertible, porque deberá pagar una tasa de interés más alta para atraer prestatarios que de otro modo no optarían por adquirir bonos rescatables. Pero a largo plazo, es otra forma para proteger los ingresos con independencia de lo que ocurra con los tipos de interés.

Fannie Mae crecía entre el 12 y el 15 por ciento y aun así estaba infravalorada, como lo había estado los ocho años anteriores. Algunas cosas nunca cambian.

<b>Símbolo del valor</b>	<b>Compañía</b>	<b>Precio a 13/1/92</b>
FNM	Federal National Mortgage Association	68,75 \$

## Un tesoro en el jardín

### El grupo de fondos de inversión Colonial

Durante varios años, ignoré uno de los grupos que mejores resultados proporcionan en Wall Street, la industria de los fondos de inversión. Como el director de un centro comercial que rechaza comprar GAP mientras los resultados de ventas estaban delante de sus narices, yo rehusé comprar Dreyfus, Franklin Resources, Colonial Group, T. Rowe Price, State Street Bank, Alliance Capital Management y Eaton Vance. En realidad no sé por qué. Quizá no pude ver los árboles por el bosque. Lo único que compré fue United Asset Management, una compañía que tenía unos 30-40 gestores de fondos contratados a otras instituciones.

Estas compañías son denominadas jugadas en fondos de inversión directas, en contraposición a, por ejemplo, Putnam, que es una filial de Marsh-McLennan o Kempler, que es una compañía de fondos pero principalmente vende seguros. Las ocho obtuvieron buenos resultados entre 1988 y 1989, a medida que el miedo al colapso de la industria de los fondos de inversión después de la Gran Corrección de 1987 resultó haber sido exagerada.

Dicha corrección me dio la oportunidad de comprar en estos fondos, que había pasado por alto con anterioridad, y a precios bajos. He aquí otra de mis carteras «y si» favoritas: si hubieses dividido tu dinero a partes iguales entre estos ocho valores y lo hubieses mantenido en cartera desde principios de 1988 hasta finales de 1989, habrías obtenido mejores resultados que el 99 por ciento de los fondos que promueven estas compañías.

Durante los períodos en que los fondos de inversión ganan popularidad, invertir en compañías que vendan estos fondos es probablemente más rentable que invertir en sus productos. Recordemos que durante la fiebre del Oro la gente que vendía picos y palas ganó más que los propios buscadores de oro.

Cuando las tasas de interés están bajando, los bonos y los fondos de renta variable tienden a atraer más liquidez, y las compañías que se especializan en tales fondos (como Eaton Vance y Colonial) son excepcionalmente rentables. Dreyfus gestiona muchos activos monetarios, así que, cuando los tipos de interés se incrementan y la gente empieza a deshacerse de sus acciones y bonos a largo plazo, Dreyfus prospera. Alliance Capital gestiona dinero para clientes institucionales, y también fondos de inversión que se venden a particulares a través de brókers. Cotiza desde 1988. El precio de sus acciones se hundió un poco en 1990, y luego experimentaron un acusado repunte.

Con los miles de millones de dólares que se han invertido en bonos, acciones y fondos de inversión del mercado monetario, no debería sorprender los extraordinarios resultados que han obtenido. Y, si algo es sorprendente, es el hecho de que nadie haya lanzado aún la Compañía de Fondos de Inversión «Fondo de Inversión». La información sobre quién está entrando y saliendo de cada tipo de fondo es pública, de modo que profesionales y aficionados por igual tienen oportunidad de acceder a ella. Si no compraste acciones después de la gran corrección, podrías haberlas comprado durante la crisis de Sadam a finales de 1990, cuando Eaton Vance sufrió un descenso del 30 por ciento en un año, Dreyfus del 18,86 por ciento, y otros fondos más pequeños sufrieron también caídas significativas.

Una vez más, los rumores del colapso de la industria demostraron estar infundados. Todo lo que había que hacer para disipar el miedo era fijarse en las cifras de ventas en fondos de inversión en diciembre de 1990 y enero de 1991. Aunque a pesar de mi determinación a no abandonar mis viejas costumbres, de nuevo me pillaron dormido en los laureles, y no recomendé una sola compañía de fondos de inversión en el panel de *Barron's* de 1991. Los fans de las predicciones de Lynch (si es que había alguno aparte de mi mujer) se perdieron la recuperación de Franklin (un 75 por ciento en 1991), Dreyfus (del 55 por ciento), T. Rowe Price (del 116 por ciento), United Asset

Management (80 por ciento), Colonial Group (40 por ciento), y State Street Bank (81,77 por ciento). Nuestro mítico fondo de inversión con compañías de fondos de inversión casi se dobló en valor en un año.

En mi defensa, señoría, diré que recomendé Kemper, una compañía aseguradora con un interés notable en la industria de los fondos de inversión, que gestiona fondos por valor de 50.000 millones de dólares. Aunque ésta no era la única razón por la que escogí a Kemper, su negocio asegurador estaba empezando a cambiar, al igual que sus filiales corredoras, incluyendo a Prescott, Ball, y Turben. Las acciones de Kemper también doblaron su valor en 1991, así que con esto se me perdona.

A principios de 1992, recordé que no debería volver a cometer el mismo error que cometí anteriormente en 1987 y en 1991. Esta vez, efectué un profundo análisis de la situación de los fondos. Con los tipos de interés cayendo, y 200.000 millones de dólares en certificados de depósito madurando cada mes, una gran cantidad de capital depositado estaba saliendo de los bancos para ser invertido en fondos de toda clase. En realidad, ello era muy beneficioso para los siete grandes que he mencionado antes. Por otro lado, después de los enormes beneficios de 1991, la mayoría de estas acciones parecían sobrevaloradas. La única que no lo estaba era Colonial Group.

A pesar del 40 por ciento de apreciación que experimentaron las acciones en 1991, Colonial Group se vendía a los mismos 17 dólares que valía en 1985, a su precio de oferta inicial. Por entonces, Colonial gestionaba entre 5.000 y 6.000 millones de dólares, y ganaba 1 dólar por acción. Ahora gestionaba 9.000 millones y ganaba 1,55 dólares por acción, además de haber amasado 4 dólares por acción en efectivo y haber recomprado el 7 por ciento de sus acciones. Así que seis años después de la oferta inicial una compañía mucho más sólida podía comprarse por el mismo precio, y restando los 4 dólares de liquidez, la estarías comprando en realidad por 4 dólares menos que allá por 1985. Además no tenía deuda. Ningún analista de Wall Street había articulado palabra sobre Colonial Group en dos años.

La estrategia de encontrar acciones infravaloradas dentro de un grupo atractivo la he empleado en muchas ocasiones con muy buenos resultados. T. Rowe Price se vendía a 20 veces sus beneficios, y Franklin también, pero



Colonial Group se vendía por tan sólo 10 veces sus beneficios. Por descontado, la pregunta que hay que hacerse es por qué Colonial estaba infravalorada.

Una de las razones puede ser que sus beneficios se han mantenido estáticos durante cuatro años. Colonial casi había doblado sus activos bajo gestión, pero era sólo una gota en el océano de capital que se había trasladado hacia la generalidad de los fondos de inversión. La gente había oído hablar de Dreyfus, T. Rowe Price, y Eaton Vance, pero Colonial no era un nombre que resultase familiar.

Pero ¿significaba esto que Colonial mereciese estar valorada por la mitad de la tasa actual de sus competidores? No era capaz de saber por qué. La empresa estaba ganando dinero. Tenía la costumbre de elevar el dividendo y recomprar acciones. Podría utilizar los beneficios futuros con el mismo objeto.

Hablé con el tesorero de la compañía Davey Scoon, el 3 de enero. Dijo que el negocio había mejorado, especialmente en los fondos de bonos municipales. Colonial poseía varios de éstos, así que se beneficiará del incremento de la popularidad de los bonos municipales como una vía para evitar los altos impuestos. Habían lanzado algunos nuevos fondos, como los fondos de compañías de suministros.

Hace mucho aprendí que si haces 10 preguntas a 10 compañías distintas, descubrirás al menos una novedad inesperada. Las novedades inesperadas son las que hacen que las acciones suban y bajen, y Scoon tenía una interesante. El Grupo Colonial acababa de ser elegido por el State Street Bank para colocar en el mercado algunos fondos nuevos que State Street había ideado.

State Street es un banco comercial que hace el papeleo, también conocido como trabajo de *back office* en la mayoría de los fondos. Esta función de *back office* (atención al cliente, registro de las compras y las ventas, actualizando el quién posee qué) es muy lucrativa para el banco. Desde 1991 las acciones de State Street han subido un 81 por ciento.

Cuando Scoon mencionó a State Street, me recordó un error que cometí con mi suegra. Hace algunos años, cuando parecía que los activos monetarios estaban en declive, hablé con mi suegra sobre la posibilidad de que vendiese sus acciones en State Street, sobre la base de (1) los beneficios de la

compañía probablemente iban a disminuir y (2) ya había doblado su inversión. Como hizo caso de mi brillante consejo, las acciones de Street Stock volvieron a triplicarse, un triste hecho que ha sido ocultado en su confusión sobre el fraccionamiento de 3 acciones por una de State Street. Cuando mira los números, parece que el precio de las acciones no ha ido a ningún lado desde que siguió mi consejo. A menudo me felicita por el gran consejo que le di, y por ahora no he tenido la valentía de decirle la verdad.

Los *split de acciones* pueden ser una piedra en el zapato, pero una de las cosas positivas sobre este tipo de operación es que permiten al inversor enmendar el error de haber vendido demasiado pronto, al menos de amigos o allegados que no siguen el mercado.

En cualquier caso, la experiencia de State Street en el *back office* con los fondos de inversión de otros le llevó a considerar empezar su propio fondo de inversión, para entrar por la puerta grande de esta bonanza. Pero State Street no quería enfadar a sus clientes compitiendo con ellos directamente, por eso optó por camuflar sus fondos contratando a Colonial Group para que los comercializase. Este extra de negocio redundará en beneficio de Colonial.

<b>Símbolo del valor</b>	<b>Compañía</b>	<b>Precio a 13/1/92</b>
COGRA	Colonial Group	17,38 \$

## Restaurantes

Poniendo tu dinero donde está tu boca

En 1992 no recomendé acciones de ningún restaurante, pero debí haberlo hecho. Cada año, parece ser, aparece uno nuevo en aeropuertos, centros comerciales, o en las salidas de las autopistas. Desde los años sesenta, cuando la comida rápida comenzó a convertirse en un accesorio de los automóviles y la gente aprendió a almorzar, desayunar, y finalmente cenar en la carretera, las cadenas de restauración se han convertido en compañías de crecimiento exponencial, donde continuamente unas ocupan el vacío que dejan otras.

Para mí el potencial de los restaurantes quedó demostrado en 1966, en los inicios de mi carrera como analista en Fidelity, cuando una de las primeras compañías que me llamó la atención fue Kentucky Fried Chicken. Ésta fue creada fruto de la desesperación después de que la construcción de la autopista desviara el tráfico del restaurante del Coronel Sander's. Enfrentándose a una más que segura quiebra debido a la escasez de clientes, este emprendedor de 66 años cogió su viejo Cadillac y fue ofreciendo su receta de pollo a restaurantes mejor situados a cambio de un canon. Llevaba un traje negro, no el blanco que aparece en el logo que se convertiría en su marca comercial.

Las acciones de KFC salieron a bolsa en 1965. Antes de eso, Dunkin Donuts había salido a bolsa en Massachusetts (desde entonces había presentado 32 años seguidos de beneficios), y Howard Johnson, el pionero de los restaurantes de carretera, había operado en la Bolsa de Nueva York desde 1961. Bob Evans Farms, famoso en el medio-oeste, le siguió en 1963, y ya a

mediados de los sesenta, McDonald's y Shoney's hicieron su debut en bolsa. Cientos de miles de clientes que veían lo rentables que eran tuvieron la oportunidad de beneficiarse de aquella observación.

En ese momento, en Wall Street se habrían burlado de la idea de que un puñado de tiendas de donuts y hamburgueserías pudiesen competir con las famosas acciones *Nifty Fifty*, la mayoría tecnológicas que demostraron estar muy sobrevaloradas, mientras Shoney se convertía en una compañía que multiplicaba por 168 (subiendo de 22 centavos por acción ajustado por los fraccionamientos, hasta un máximo de  $36 \frac{7}{8}$  dólares), Bob Evans Farms multiplicó por 83, y McDonald's por 400. Howard Johnson multiplicó por 40 cuando fue excluida de bolsa, y Kentucky Fried Chicken por  $27 \frac{1}{2}$  cuando fue adquirida por PepsiCo.

Si hubieses invertido 10.000 dólares en estas cinco, poniendo el dinero donde pones el estómago, a finales de los ochenta te habrías convertido en millonario al menos dos veces, y cuatro veces si hubieses invertido todo en McDonald's. McDonald's ha resultado ser uno de los valores más rentables en la historia moderna, ello se debe a su renuncia a dormirse en los laureles y a la constante reestructuración de sus menús con nuevos McProductos, al igual que la exportación de sus restaurantes a todo el mundo.

Las hamburgueserías, cafeterías (Luby's, Morrisons), asadores familiares de carne (Ponderosa, Bonanza), restaurantes polivalentes (Denny's, Shoney's), heladerías, yogurterías, restaurantes de comida casera, restaurantes de comida extranjera, pizzerías, bufés; en cada categoría hay enormes ganadores en el mercado de valores, frente a las narices de un país entero de inversores. Todos sabemos qué sitios son populares y están en buenas condiciones, cuáles están desaliñados y anticuados, cuáles han alcanzado su punto de saturación, y a cuáles les queda espacio para crecer.

Si pasaste por alto los restaurantes en los años sesenta, cuando la generación *baby boom* estaba sacando sus primeras licencias de conducir, y convirtiendo sus coches en restaurantes móviles, podrías haberlo remediado en los setenta comprando en International Dairy Queen, Wendy's, Luby's, Taco Bell, Pizza Hut y Jerrico, cuando Long John Silver entró en escena. Se te habría dado especialmente bien justo después de la caída del mercado en 1972, cuando franquicias consolidadas se estaban vendiendo por una miseria.

Taco Bell, que nunca había tenido un trimestre decepcionante, cayó a 1 dólar por acción, aunque pronto repuntó hasta los 40 dólares, y después la compró PepsiCo, porque adquirir compañías relacionadas con la alimentación les ayuda a vender sus bebidas Pepsi fácilmente.

En los ochenta podías haber descubierto Cracker Barrel, con sus populares tiendas de regalo y su delicioso marisco con galletas; o Chili's, que salió a bolsa en 1984 y yo como un tonto lo dejé pasar; o Sbarro (1985), Ryan's Family Steak Houses (1982), y Uno Restaurants (1987). Chi-chi's era otra inversión muy rentable, al final fue comprada.

Cada región del país ha sido la incubadora de uno o más de estos exitosos negocios que han conseguido quedarse con los estómagos y las carteras del país: Luby's, Ryan's y Chili's en el suroeste, McDonalds en el medio oeste, Chi-chi's e International Dairy Queen en Minneapolis, Sbarro en Nueva York, Dunkin Donuts en Nueva Inglaterra, Shoney's y Cracker Barrel en el sur, Sizzler y Taco Bell en el lejano oeste.

Una cadena de restauración, igual que un minorista, tiene por delante unos 15-20 años de crecimiento y expansión. Se supone que es un sector muy competitivo, pero una compañía incipiente se encuentra protegida de la competencia del mismo modo que una compañía electrónica o una cadena de zapaterías no lo está. Si hay una nueva cadena de *fish-and-chips* en California, y una mejor en Nueva York, ¿cuál es el impacto de esta última sobre la californiana? Ninguno.

La implantación de un restaurante a lo largo del país lleva mucho tiempo, siempre y cuando no haya competidores extranjeros. Denny's o Pizza Hut nunca se han tenido que preocupar por las importaciones coreanas a bajo coste.

Lo que diferencia una cadena de restaurantes triunfadora de otra fracasada es la capacidad de la dirección, la adecuada financiación y una aproximación metódica a la expansión. Un desarrollo lento y estable puede que no sirva para ganar las 500 millas de Indianápolis, pero sí para ganar este tipo de carrera.

La historia de dos franquicias de hamburgueserías, Chili's y Fuddrucker's es ilustrativa. Ambas comenzaron en Texas (Chili's en Dallas, Fuddrucker's en San Antonio). Ambas ofrecían hamburguesas Gourmet. Las dos crearon un

ambiente distintivo y acogedor, aunque Chili's tenía camareros, y Fuddrucker's servicio en barra. Una se hizo famosa y perdió su fortuna, mientras que la otra alcanzó la fama y la fortuna.

¿Por qué? Uno de los motivos era que Chili's diversificó su menú cuando las hamburguesas empezaron a pasar de moda, mientras Fuddrucker's se quedó anclado en las hamburguesas. Pero la diferencia fundamental entre ambas es que Fuddrucker's se expandió demasiado rápido. Cuando una compañía intenta abrir más de 100 nuevos restaurantes en un año es probable que acabe teniendo problemas. En su precipitación hacia la gloria, puede elegir los lugares incorrectos, o los gestores incorrectos, pagar demasiado por los inmuebles, y no formar adecuadamente a los empleados.

Fuddrucker's cayó en esta trampa y fue por el camino de Flake Jake's, Winners y TGI Friday's, todas ellas se movieron demasiado rápido y fracasaron. Por otra parte, Chili's mantuvo un ritmo prudente ampliando entre 30 y 35 establecimientos al año. Los ingresos, las ventas y el beneficio neto creció de forma progresiva bajo la experimentada supervisión de Norman Brinker, el fundador de esta cadena y de otras como Steak&Ale y Bennigan's. Se espera que Chili's alcance un máximo de entre 400-450 restaurantes entre 1996-1998, cuyas ventas podrían alcanzar los mil millones de dólares.

Hay muchas formas para que una cadena de restaurantes aumente sus ingresos. Puede abrir nuevos restaurantes, como hace Chili's, o puede mejorar el funcionamiento de los que ya están operativos, como ha hecho Wendy's. Algunos restaurantes hacen dinero a base de rotar mucho las mesas y menús baratos (Cracker Barrel, Shoney's y McDonald's entran en esta categoría), mientras otras tienen una rotación baja y menús más caros (ejemplos recientes son Outback Steakhouse y Chart House). Algunos consiguen sus mayores beneficios de la venta de comida, y otros tienen tienda de regalo (Cracker Barrel). Algunos operan con altos márgenes de beneficio porque el precio de la elaboración de la comida es muy bajo (Spaghetti Warehouse), otros porque sus costes operativos son bajos.

Para alcanzar el umbral de rentabilidad en una cadena de restaurantes, las ventas tienen que alcanzar la cantidad de capital invertida en la operación. Deberás seguir la historia de un restaurante igual que la historia de un minorista. Los elementos claves son la tasa de crecimiento, de deuda, y ventas

en los mismos establecimientos. Te gustará comprobar que las ventas en los mismos establecimientos aumentan cada trimestre. El crecimiento no debería ser demasiado rápido, por encima de cien establecimientos nuevos al año, la compañía está en una zona de peligro potencial. La deuda debería ser entre baja e inexistente, si es posible.

Montgomery Securities en California sigue al completo el sector de la restauración y elabora unos informes excelentes. Su análisis más reciente apunta que hamburgueserías como McDonald's y Wendy's están sufriendo de sobreexposición (las cinco principales cadenas tienen 24.000 establecimientos en Estados Unidos), y que la generación *baby boom* comienza a dejar de lado la comida rápida. El *momentum* ha virado hacia restaurantes nicho como Au Bon Pain y Spaghetti Warehouse, y restaurantes familiares de precio medio que ofrecen un menú más variado.

Si hubieras comprado los ocho valores principales recomendados en la lista de restaurantes de Montgomery Securities de principios de 1991, en diciembre habrías duplicado tu dinero. Estos ganadores eran los siguientes:

- Bertucci's.
- Cracker Barrel.
- Brinker International (Chili's).
- Spaghetti Warehouse.
- Shoney's.
- Rally's.
- Applebee's.
- Outback Steakhouse.

Varias de estas compañías puede que estén sobrevaloradas al tiempo de escribir estas líneas, con un ratio PER de 30 o más alto, pero merece la pena seguirles la pista. El conjunto de grupos de restaurante crece sólo un 4 por ciento al año (pronto será una industria sin crecimiento), pero las compañías de primera línea con sólidos balances prosperarán en el futuro, como siempre lo han hecho en el pasado. Mientras los americanos continúen haciendo el 50 por ciento de sus comidas fuera de casa, habrá nuevas compañías que mutlipliquen por 20 apareciendo en la zona de restaurantes en los centros comerciales y en nuestros vecindarios, y el comedor observador será capaz de detectarlas.

Au Bon Pain es uno de los que yo he descubierto, ¿dónde? En el centro comercial de Burlington. Comenzó en mi vecindario, en Boston, en 1977, salió a bolsa en 1991 a 10 dólares por acción. No soy capaz de pronunciar su nombre correctamente, pero es un gran concepto. Puede que hayas visto un Au Bon Pain en un aeropuerto o en una zona de restaurantes. Es una tienda de cruasanes y cafés que han conseguido combinar la sensibilidad francesa con la eficiencia americana.

Allí puedes tomarte un cruasán solo para desayunar, o un cruasán relleno de jamón y queso para almorzar, o un cruasán de chocolate de postre, todo en menos de tres minutos. La masa se fabrica en una sede central y luego se distribuye entre los distintos establecimientos sin cocinar, donde el cruasán se infla en el horno y sale caliente y recién hecho.

Últimamente, Au Bon Pain ha introducido en su oferta zumo de naranja natural y macedonia de frutas, y está a punto de lanzar el bagel, que es una obra de arte. Si es una elección entre invertir en el chip que es una obra de arte y el bagel que es una obra de arte, elegiré siempre el bagel.

A principios de 1992, las acciones han doblado su precio con un PER 40 (basado en las expectativas de beneficios de 1992), razón por la cual decidí no recomendarlo. Pero nueve meses después, el precio cayó a 14 dólares a menos de 20 veces los beneficios de 1993. Cuando encuentres una compañía que crece al 25 por ciento y se vende por 20 veces sus beneficios, cómprala. Si el precio cae más, cargaré el camión más. La compañía lo está haciendo bien en mitad de una recesión y puede crecer durante bastante tiempo sin correr contra sí misma. También tendrá mucho potencial internacional.



## La revisión semestral

Una cartera saludable precisa de un seguimiento regular, cada 6 meses más o menos. Incluso los *blue chips*, los grandes nombres, las mayores compañías en la lista Fortune 500, la estrategia de comprar y olvidarse puede ser contraproducente y manifiestamente peligrosa. Las Gráficas 21-1, 21-2 y 21-3 ilustran esta idea. Los inversores que compraron y se olvidaron de IBM, Sears y Eastman Kodak se arrepienten de haberlo hecho.

La revisión semestral no sólo consiste en comprobar el precio de las acciones en el periódico, un ejercicio que a menudo se saltan los analistas de Wall Street. Como inversor, no puedes creértelo todo. Tienes que seguir la historia. Tendrás que tratar de responder a estas dos preguntas básicas: (1) ¿el precio de las acciones es aún lo suficientemente atractivo con relación a los beneficios? Y (2) ¿Qué está ocurriendo en la compañía para que los beneficios aumenten?

Así, puedes llegar a una de estas tres conclusiones: (1) la situación ha mejorado, en cuyo caso quizá deberías aumentar tu inversión, (2) la situación ha empeorado, en cuyo caso puedes disminuir tu posición, o (3) la cosa sigue igual, y en este caso puedes tanto mantener tu inversión como invertir tu dinero en otra compañía con unas perspectivas más interesantes.

GRÁFICA 21-1



Cortesia de Securities Research Co.  
 A division of Babson-United Investment Advisors, Inc.  
 101 Prescott Street, Wellesley Hills, Ma. 02181-3319

GRÁFICA 21-2



Cortesía de Securities Research Co.  
 A Division of Babson-United Investment Advisors, Inc.  
 101 Prescott Street, Wellesley Hills, Ma. 02181-3319

GRÁFICA 21-3



Con ello en mente, en julio de 1992 hice la revisión semestral de las 21 selecciones que hice para *Barron's* en enero. En conjunto, las 21 elecciones habían dados unos resultados formidables en un mercado regular. La «cartera» había incrementado su valor en un 19,2 por ciento mientras el S&P sólo había conseguido un 1,64 por ciento. (He ajustado todas las cifras en relación con varios *stock-splits*, dividendos especiales, etc., que acontecieron durante el semestre.)

Leí los últimos informes trimestrales de las 21 compañías, y telefoneé a la mayoría. La situación de algunas era la misma, mientras otras se tornaban más interesantes que antes, y en algunos casos mis pesquisas me llevaron a

encontrar otras compañías que me gustaban más que las que había recomendado. Así es el mercado de valores. Un mercado cambiante donde nada es absolutamente cierto. Procedí del siguiente modo:

## **The Body Shop**

En enero, decidí que The Body Shop era una gran empresa, pero sobrevalorada con relación a sus beneficios en ese momento. Yo estaba esperando la oportunidad de una bajada en el precio para comprar más acciones. No tardó mucho, en julio sus acciones habían caído un 12,3 por ciento, de 325 peniques a 263 peniques. En ese momento su precio era el equivalente a 20 veces sus beneficios estimados de 1993. No me importa pagar 20 veces los beneficios por una compañía que crece al 25 por ciento al año. Mientras se escriben estas líneas, la totalidad de La Bolsa de Nueva York se vende a 20 veces los beneficios, con compañías que crecen de media un 8-10 por ciento al año.

The Body Shop es una compañía británica. Recientemente, las acciones de compañías británicas han sufrido una fuerte sacudida, y the Body Shop ha adquirido mala fama. Un jefe de la tribu india de los Kayapó, que fue contratado por the Body Shop para producir acondicionador de pelo de nueces, fue arrestado en Londres y acusado de haber violado a la niñera portuguesa. No importa cuánto empeño pongas en tratar de imaginar qué puede ocurrir para que una compañía tenga problemas, casi siempre es algo que no hubieses pensado.

Revisando el historial del precio de sus acciones, me di cuenta de que habían sufrido dos importantes retrocesos, uno en 1987 y otro en 1990, ambos a pesar del hecho de que la compañía estaba siendo constante sin síntomas de fatiga. Yo atribuyo estos exagerados reveses al hecho de que los accionistas británicos no están tan familiarizados con las compañías de pequeño crecimiento como nosotros, y, por tanto, las abandonan rápidamente en cuanto el mercado entra en crisis. Además, siendo the Body Shop una empresa global, los inversores británicos pueden haberlo asimilado con otros fracasos notables de la expansión internacional, por ejemplo, Marks & Spencer.

Incluso aunque hayas comprado acciones de the Body Shop después de la caída de 1990, tendrás que estar preparado para nuevos retrocesos, cuando debas considerar aumentar tu posición. Pero los fundamentales deberán ser aún favorables, que es en realidad la razón de ser de la revisión semestral. Telefoneé a la compañía. Jeremy Kett, el director financiero, me comentó que las ventas y los beneficios habían aumentado en 1991, un logro notable teniendo en cuenta el hecho de que los cuatro mayores mercados para the Body Shop son Inglaterra, Australia, Canadá y Estados Unidos, todos ellos países sumidos en la recesión.

La compañía estaba utilizando parte de su liquidez para comprar proveedores de varias lociones. Esto reduciría el coste de las mercancías y mejoraría el margen de beneficio. Ésta es la técnica que permitió a Shaw Industries convertirse en el productor de moquetas de bajo coste que es hoy.

Hablé con Cathy Stephenson, una vieja amiga de la biblioteca de Fidelity que regenta el establecimiento de The Body Shop en el Centro Comercial de Burlington y el que está en Harvard Square. Consiguió un aumento del 6 por ciento de las ventas respecto a los resultados del año anterior en Burlington y me dijo que aún era demasiado pronto para hablar sobre la de Harvard Square. Sus clientes compraban en masas algunos de los productos nuevos, como el Complete Color para ojos, mejillas y labios; una hidratante facial con color y protección solar; piedras pómez; y crema corporal de mango, cuyas unidades aguantaban muy poco en las estanterías, «¿Quién sabe lo que estarían haciendo con ella?».

Descargar aquí las tablas 21-1 y 21-2.



**TABLA 21-1 Acciones seleccionadas para la mesa redonda de  
Barron's en 1992: Revisión tras seis meses**

<b>Compañía</b>	<b>Precio 13/1/1992</b>	<b>Rentabilidad a seis meses (hasta 13/7/1992)</b>
Allied Capital Corporation II	19,00\$	6,00%
Body Shop	325p	-12,31
CMS Energy	18,50\$	-4,11
Colonial Group	17,38\$	18,27
Eagle Financial	10,97\$*	38,23
Federal National Mortgage Association	68,75\$	-6,34
First Essex Bancorp	2,13\$	70,59
General Host	7,75\$	10,39
General Motors	31,00\$	37,26
Germantown Savings	14,50\$	59,31
Glacier Bancorp	10,12\$*	40,91
Lawrence Savings Bank	1,00\$	36,78
People's Savings Financial	11,00\$	26,00
Phelps Dodge	32,50\$	48,96
Pier 1 Imports	8,00\$	3,31
Sovereign Bancorp	4,59*\$	64,50
Sun Distributors L.P., Class B	2,75\$	6,95
Sun Television & Appliances	9,25*\$	-10,74
Sunbelt Nursery	6,25\$	-30,00
Supercuts	11,33\$	0,73
Tenera L.P.	2,38\$	0,00
Lynch Portfolio	19,27%	
S&P 500		1,64%
Dow Jones Industrials (DJIA)		6,29%
NASDAQ		-7,68%
Value Line		-2.13%

\* Dado que los precios han sido ajustados por las divisiones de acción finalizando el 30/9/1993, algunas son diferentes a los precios dados antes en este libro.

TABLA 21-2

	Actualización de la rentabilidad de las acciones (a 13/7/1992)	Historia	Acción
Allied Capital Corporation	arriba ligeramente	sin cambios	comprar
Body Shop	abajo ligeramente	ligeramente peor	mantener/comprar
CMS Energy	abajo ligeramente	borroso	esperar
Colonial Group	arriba	mejor	comprar
Eagle Financial	arriba considerablemente	sin cambios	mantener
Federal National Mortgage Association	abajo ligeramente	sin cambios	comprar
First Essex Bancorp	arriba considerablemente	mejor	mantener/comprar
General Host	arriba ligeramente	sin cambios	mantener/comprar
General Motors	arriba considerablemente	ligeramente peor	cambiar por Chrysler
Germantown Savings	arriba considerablemente	ligeramente mejor	mantener
Glacier Bancorp	arriba considerablemente	sin cambios	mantener
Lawrence Savings Bank	arriba considerablemente	ligeramente peor	mantener
People's Savings Financial	arriba	sin cambios	mantener
Phelps Dodge	arriba considerablemente	sin cambios	mantener
Pier 1 Imports	arriba ligeramente	sin cambios	comprar
Sovereign Bancorp	arriba considerablemente	ligeramente mejor	mantener
Sun Distributors L.P., Class B	arriba ligeramente	sin cambios	comprar
Sun Television & Appliances	abajo	mejor	fuerte compra
Sunbelt Nursery	abajo considerablemente	peor	mantener/comprar
Supercuts	plano	mejor	comprar
Tenera L.P.	plano	ligeramente mejor	comprar

El mercado de lociones, cremas y aceites de baño es muy grande, con mucho margen de crecimiento. The Body Shop se estaba cñiendo a su plan de expansión, 40 nuevos establecimientos en Estados Unidos en 1993, 50 más en



1994, 50 al año en Europa, un número similar en el Lejano Oriente. Por todo ello coloqué a la compañía en una atractiva fase intermedia, la segunda década de 30 años de crecimiento.

### **Pier 1 Imports**

Pier 1 Imports lleva un recorrido atractivo, de 8 a 9,50 dólares, aunque la situación pronto cambió. Es un ejemplo de la sordera de Wall Street a las buenas noticias. Los analistas situaron los beneficios del primer semestre de Pier 1 entre 18 y 20 centavos, en realidad Pier 1 ganó 17, y sus acciones sufrieron una fuerte sacudida.

Pier 1 consiguió reforzar su balance vendiendo 75 millones de dólares en obligaciones convertibles, utilizando esta liquidez para cancelar deuda. La deuda a largo plazo, que ya había sido reducida, disminuyó aún más.

Pier 1 había disminuido deuda, reducido el inventario, y continuado expandiéndose. Sus principales competidores, los grandes almacenes, estaban comenzando a abandonar el negocio de la decoración del hogar. Cuanto más durase este período de recesión, más competidores se quedarían por el camino. Cuando la recuperación llegue, Pier 1 tendría un monopolio virtual sobre las mesillas de mimbre, vajillas escandinavas, y biombos orientales.

No es difícil prever unos beneficios de 80 centavos por acción de Pier 1 procedentes de sus establecimientos, más unos 10-15 centavos adicionales de la renacida Sunbelt Nursery, una compañía en la que Pier 1 aún tiene una participación significativa. Eso supone un dólar por acción, que con un PER razonable de 14, supone que las acciones de Pier 1 valen 14 dólares.

### **General Host, Sunbelt Nursey**

General Host es otro ejemplo de acciones que subieron y luego retrocedieron justo por encima del valor por el que las había recomendado. Los vendedores más rápidos obtuvieron ganancias de un 30 por ciento, mientras que los inversores largoplacistas vieron sus beneficios disminuir de 2 dólares por acción a sólo 50 centavos.

Una carta decepcionante se había dado la vuelta. En abril, la compañía emitió acciones preferentes convertibles por valor de 65 millones de dólares con un rendimiento del 8 por ciento. Eso es exactamente lo que hizo Pier 1, excepto por el hecho de que General Host tuvo que pagar un tipo de interés más alto debido a su inestabilidad financiera.

Los suscriptores de acciones convertibles y obligaciones tienen derecho a venderlas por acciones en el mercado ordinario a un precio fijado, en algún momento futuro. Ello genera más acciones ordinarias, lo que diluye los beneficios de los ya existentes accionistas suscriptores de acciones ordinarias. Con anterioridad, General Host había recomprado algunas de sus acciones ordinarias, lo que resultó ser un movimiento positivo, y ahora lo ha revertido mediante la emisión de convertibles, lo cual es un movimiento negativo.

Mientras, Pier 1 ha utilizado la liquidez procedente de la venta de convertibles para amortizar deuda, y de este modo reducir el gasto en el pago de intereses, General Host estaba utilizando la liquidez para renovar sus establecimientos de Frank's Nursery. Ésta era una posición arriesgada, sin beneficios inmediatos.

Mientras tanto, las ventas en Frank's Nurseries eran flojas, por no decir decadentes, cuando la recuperación en el mercado inmobiliario ya había comenzado a diluirse. Un tiempo atrás, en enero, cuando sus acciones se estaban vendiendo por 7,75 dólares, se esperaba que los beneficios de la compañía fuesen de 60 centavos anuales, pero ahora sus acciones valían 8 dólares en una compañía cuyos beneficios esperados era de 45 centavos por acción.

Aun así, General Host tenía un sólido flujo de caja, sus dividendos habían aumentado durante 14 años seguidos, sus acciones se vendían por debajo de su valor en libros, y su expansión se estaba desarrollando de acuerdo con el plan. Revisando GH en mi Quotron, me enteré de que Mario Gabelli había comprado un millón de acciones para su fondo orientado al valor. Así que metí a GH en la lista de «mantener».

Sunbelt, mi otra recomendación en productos para el jardín, había estado perdiendo dinero desde enero. Más lluvia en el sur, donde opera Sunbelt, había mermado el entusiasmo de la gente por trabajar al aire libre. Lo que había sido una acción de 8,50 dólares en su oferta pública inicial en 1991,

ahora valía 4,50 dólares, y esto para una compañía capaz con 1,50 dólares por acción de tesorería. Si hubieses comprado Sunbelt ahora, estarías comprando todas sus tiendas de jardinería por 3 dólares, y algún día, cuando la lluvia cese y la gente redescubra las flores, también tendrán una mayor disposición a comprar las acciones de Sunbelt.

Lo que me echa para atrás a la hora de comprar más acciones de Sunbelt es Calloway's. Recordemos que Calloway's era considerado como la referencia de la industria, la cual no recomendé en su momento porque Sunbelt era más barata. Pero mientras revisaba Sunbelt, descubrí que las acciones de Calloway's también habían caído a causa de las lluvias.

Para saber más, telefoneé a las oficinas de Calloway's para hablar con Dan Reynolds, el responsable de relación con inversores. Me dijo que tenían veinte empleados en administración, y que todos ellos compartían el mismo espacio. Se les oía de fondo. Obviamente no hay problemas de comunicación en esta compañía; para que los responsables te presten atención todo lo que tienes que hacer es levantarte y gritar.

Calloway's tiene 13 viveros, además de 50 centavos por acción en cash, y se espera que gane otros 50 centavos en 1993. Ello otorga a sus acciones un ratio PER de 10. Calloway's no tiene seguidores en Wall Street, y la compañía está recomprando sus propias acciones.

Cuando la mejor compañía de la industria se vende a precio de ganga, suele ser rentable comprar sus acciones en lugar de comprar las de un competidor menos brillante a un precio aún más bajo. Yo preferiría Toys "R" Us que Child World, Home Depot en lugar de Builder's Square, y Nucor en vez de Bethlehem Steel. Aún me gusta Sunbelt, pero llegados a este punto creo que Calloway's es un poco mejor.

## **Supercuts**

Tras un gran recorrido y un fraccionamiento de acciones de tres por dos, Supercuts también había vuelto a su precio de enero. Dos malas cartas se habían dado la vuelta. La primera es el hecho de que Ed Faber, el experto de Computerland que sabía cómo desarrollar una franquicia, había dejado la

compañía. La versión oficial es que Faber quiere dedicarse a regentar su propia peluquería Supercuts. Aunque esta explicación no es del todo convincente.

La segunda mala carta fue algo que descubrí. Debí haberlo pasado por alto con anterioridad. Un grupo llamado Carlton Investments posee 2,2 millones de acciones de Supercuts. Resulta que Carlton es parte de Drexel Brunham Lambert, la firma arruinada de Wall Street. Los acreedores de Drexel probablemente pedirán la liquidación de Carlton, lo que significa que, aparte de todo lo demás, Supercuts será vendida. Esto hará que su precio baje. De hecho, es posible que el precio ya haya comenzado a bajar debido al temor a lo que en Wall Street denominan un gran bloque de acciones que van a ser ofrecidas al mercado.

La compañía propiamente dicha está teniendo un buen año. Supercuts ha sido nombrada como el «Salón de Peluquería Proveedor Oficial de los Juegos Olímpicos», así que quizá la misma mujer que me cortó las patillas tendrá que afeitar las cabezas de los nadadores olímpicos. Las ventas en los propios establecimientos han subido un 6,9 por ciento durante el primer trimestre de 1992. Se han abierto varios nuevos establecimientos de Supercuts al norte de Nueva York, en donde el alcalde de Rochester consiguió un corte de pelo gratis ceremonial.

Mientras las ventas aumenten y la compañía siga cosechando éxitos en nuevos mercados, la añadiré a mi posición, aunque está empezando a preocuparme la posibilidad de que la compañía se esté expandiendo demasiado rápido. Se prevé la apertura de entre 80 y 100 nuevas franquicias para 1993.

Ya he visto varias compañías prometedoras, desde Color Tile a Fuddrucker's pasando por Bildner's, que se han arruinado gracias a sus ambiciosos conquistadores corporativos. «Si tienes opción entre alcanzar tu meta en quince años o en cinco años, quince es mejor», como le dije al consejero delegado de Supercuts en julio.

## **Las siete cooperativas de ahorros y préstamos**

Hasta ahora, los mejores resultados de mis elecciones para *Barron's* los han obtenido las cooperativas de ahorros y préstamos. Y no es casualidad. Escoge el sector más deprimido y decadente, y si los fundamentales son positivos, encontrarás algunos grandes ganadores. Con las tasas de interés en declive, ha sido un buen año para las entidades financieras en general. Están generando enormes beneficios gracias a la diferencia entre los tipos de interés que cobran por los préstamos hipotecarios que conceden y las tasas que pagan por los depósitos.

Desde que la recomendé, Germantown Savings ha subido un 59 por ciento, Sovereign ha declarado dos dividendos en acciones del 10 por ciento y ha subido un 64,5 por ciento, Eagle Financial ha subido de 11 a 16 dólares, Glacier Bancorp ha escalado más de un 40 por ciento, y People's Savings Financial ha subido un 26 por ciento.

De mis apuestas arriesgadas en este campo, Lawrence ha subido un 37 por ciento y First Essex un 70 por ciento, lo que evidencia que a veces las apuestas más arriesgadas a menudo ofrecen los mejores resultados. Llamé al consejero delegado de First Essex, Leonard Wilson, para preguntar cómo iban las cosas. Éste es el hombre que anteriormente había descrito su difícil situación como «pesca de arrastre con un sedal de 180 metros», pero para primavera ya había reducido la longitud de su sedal veinte metros.

Wilson presentó mejoras en diferentes aspectos: las propiedades que habían sido objeto de ejecución hipotecaria se están vendiendo, el nivel de morosidad de los préstamos ha disminuido, y el mercado de las hipotecas está remontando. First Essex no sólo ha conseguido alcanzar el umbral de rentabilidad en el primer trimestre, sino que además se ha atrevido a conceder nuevos préstamos para construcción. Aunque normalmente no me gustan este tipo de préstamos, el hecho de que en First Essex sean lo suficientemente optimistas como para conceder uno solo después de haber estado cercanos a la quiebra significa que alguien tiene esperanzas en el futuro de la región.

En Wilson están muy animados por las últimas noticias de que Shawmut Bank, su principal competidor en la zona, también se ha recuperado lo suficiente como para abandonar la unidad de cuidados intensivos financieros. First Essex aún tiene un valor en libros del 7 por ciento, y sus acciones se

están vendiendo por  $3 \frac{5}{8}$  dólares. Si el mercado inmobiliario continúa mejorando, First Essex podría llegar a ganar 1 dólar por acción. Así sus acciones valdrían entre 7 y 10 dólares.

Con Lawrence Savings, otra de las cooperativas de ahorros y préstamos con taras, contacté en abril y después en junio. En abril, el consejero delegado, Paul Miller, me informó de que las siete páginas de préstamos impagados que tenían se habían reducido a una, y que el negocio de las hipotecas era fuerte. Sonaba optimista. En junio parecía desmoralizado.

En aquel momento, Lawrence aún tenía 55 millones de dólares en préstamos inmobiliarios pendientes, y su patrimonio neto había disminuido hasta los 21 millones de dólares. Si la mitad de estos préstamos fuesen mal, Lawrence desaparecería.

Ésta es la mayor diferencia entre Lawrence y First Essex. First Essex tenía 46 millones de dólares de patrimonio neto y 56 millones de dólares en préstamos comerciales en circulación, así que si la mitad de sus préstamos comerciales resultasen impagados, First Essex conseguiría sobrevivir. Lawrence se encuentra en una situación más precaria. Si la recesión empeora y viene otra ola de impagos, Lawrence desaparecerá.

## **First Federal of Michigan**

Seis meses después, conté seis de las siete cooperativas de ahorros y préstamos que había elegido en *Barron's* para mantener, en gran medida porque ya habían subido en precio. Además, ha entrado en escena una oportunidad de compra mejor: Federal of Michigan (FFOM).

Dave Ellison, un analista de cooperativas de ahorros y préstamos de Fidelity, llamó mi atención acerca de FFOM durante un vuelo a Nueva York que compartimos en enero. Era demasiado tarde para hacer los deberes entonces, así que lo dejé de lado en ese momento. Y me alegro de haberlo hecho, porque mientras el resto de cooperativas de ahorros y préstamos incrementaban su valor, FFOM seguía igual.

Si todas las acciones subiesen al mismo ritmo, no quedaría nada que comprar y los inversores se quedarían sin trabajo. Afortunadamente, no es ése el caso. Siempre hay una compañía rezagada en la que caer de nuevo una vez que has vendido una acción que ha subido mucho. En julio de 1992, FFOM era justo esa acción.

Se trata de un depósito de estilo Jimmy Stewart de 9.000 millones de dólares que ha evitado los préstamos comerciales y tiene unos costes operativos mínimos. Se ha mantenido por detrás debido a dos factores negativos: el dinero que tomaba prestado del Federal Home Loan Bank (FHLB), y algunos contratos de futuros sobre tipos de interés poco atractivos.

La mayoría de las cooperativas de ahorros y préstamos se han beneficiado de la caída de los tipos de interés en los últimos años, FFOM no. Y ello porque FFOM financiaba sus operaciones en parte con préstamos del FHLB, y estos préstamos presentan un tipo de interés fijo. FFOM debe continuar pagando al FHLB entre un 8 y un 10 por ciento durante 1994, cuando todo este papel cotizando tan caro alcance su vencimiento. Mientras tanto, sus propios prestatarios están refinanciando sus hipotecas con tipos de interés más y más bajos. Lo que coloca a FFOM entre la espada y la pared.

Cuando las hipotecas que concedes te generan un 8-10 por ciento de interés, y has tomado prestado ese mismo dinero al mismo tipo de interés, no obtendrás mucho beneficio. Es una lección dolorosa que FFOM tenía que aprender. Sus operaciones, por lo general, eran rentables, pero el «bloque de granito» del FHLB ha estado reteniendo los beneficios.

Esta desafortunada situación cambiará una vez que la deuda con el FHLB se amortice y los intereses en los contratos de futuros expiren. Entonces, los beneficios de FFOM eclosionarán. La resolución de estos dos problemas presenta un potencial añadido de 2 dólares por acción entre 1994 y 1996. Con los beneficios actuales de 2 dólares por acción, sus acciones valen 12 dólares, así que imagina que ocurrirá cuando la compañía gane 4 dólares.

Además, FFOM tiene un valor en libros de 26 dólares por acción. En 1989, era una operación de entrar y salir, con un ratio de Patrimonio Neto/Activos de sólo 3,81. Desde entonces, ha sobrepasado el mágico umbral

de 5. Reinstauró los dividendos a principios de 1992 y luego lo incrementó. El nivel de improductividad de sus préstamos era inferior al 1 por ciento de los activos.

Si las tasas de interés a corto plazo continúan bajando, sus acciones puede que caigan por debajo de los 10 dólares, pero los inversores que conocen la historia estarán preparados para comprar durante la caída. No habrá cobertura por parte de las principales casas de análisis.

## **Colonial Group**

Un artículo publicado en *The Wall Street Journal* el 30 de junio me recordó que miles de millones de dólares estaban siendo invertidos en fondos de bonos. El Grupo Colonial está especializado en fondos de bonos, en particular en aquellos exentos de impuestos y bonos de vencimiento limitado del gobierno de los Estados Unidos, los cuales gozan de gran popularidad hoy día. Sólo un 9 por ciento del dinero que gestiona está invertido en fondos de acciones. Si el mercado empieza a bajar, como mucha gente prevé, los inversores en acciones atemorizados se retirarán hacia los fondos de bonos, y Colonial Group se convertirá en una compañía aún más rentable de lo que ya es.

Davey Scoon, el tesorero, me informó de que las ventas de los fondos de Colonial Group han subido un 58 por ciento en el último trimestre. Ahora gestionan 9.500 millones de dólares en activos, frente a los 8.100 millones de dólares que gestionaban hace un año. Si restamos la liquidez, esto significa que sus acciones valen 16 dólares, en una compañía cuyos beneficios esperados son de 1,80 dólares en 1992. Para más inri, la compañía ha anunciado que va a recomprar acciones por valor de 10 millones de dólares.

## **CMS Energy**

Las acciones de esta compañía de Michigan se acercaron a los 20 dólares debido a los rumores de que la comisión de servicios públicos aceptaría un acuerdo tarifario favorable para la compañía. Cuando la comisión rechazó el



acuerdo, sus acciones volvieron a los 16 dólares y después subieron ligeramente hasta los 17,75 dólares. Y sin acuerdo a la vista de momento, Moody's ha rebajado la calificación de los bonos de CMS a niveles especulativos.

Éste es el problema que siempre surge con las empresas de suministros a la hora de la recuperación, ¿cuánta libertad permitirán las autoridades gobernantes? Una decisión equitativa de la comisión estatal, CMS tendrá que tomar una parte de sus beneficios para sufragar los costes que no puede repercutir a los usuarios. Sus acciones pueden caer hasta los 10 dólares. A menos que estés preparado con antelación para responder a una caída de ese calibre comprando más acciones, es mejor no tener CMS en cartera en un escenario tan incierto.

A largo plazo, estoy convencido de que a CMS le irá bien. La compañía está haciendo mucho dinero, y este exceso de flujo de caja finalmente conllevará un incremento en los beneficios. La demanda de energía está creciendo en el medio oeste, y se están construyendo muy pocas nuevas plantas para abastecerla. Con menos oferta y una demanda creciente, ya sabes lo que ocurre con los precios de la electricidad.

## **Sun TV & Appliances**

Como ocurre con otras compañías de nuestra lista, el precio de Sun TV subió bastante al principio, y después retrocedió por debajo del precio para el que la había recomendado. Llamé a Bob Oyster, el consejero delegado, el 5 de junio. Me recordó que Sun TV tenía deuda por un valor total de tan sólo 4 millones de dólares. Esto indica que se trata de una compañía muy fuerte, y sus competidores más débiles desaparecerán. Desde enero, uno de sus competidores ha cerrado todos sus establecimientos en el área de Ohio, y otro de ellos ha dejado el negocio.

Sun TV está ganando dinero a pesar de la recesión. Debería haber ganado más si no hubiese sido porque el tiempo frío durante la primavera y principios del verano ha disminuido las ventas de aparatos de aire acondicionado. Cuando las personas están congeladas no compran máquinas de aire

acondicionado. Pero aun así, siguen comprando refrigeradores y televisiones, y Sun TV se está ciñendo a su plan de abrir cuatro nuevos establecimientos en 1993.

El señor Oyster señaló que Sun TV tenía los recursos suficientes para costear la expansión durante varios años sin tener que recurrir a la venta de acciones o al endeudamiento.

### **Las sociedades limitadas maestras: Sun Distributors, Tenera**

Lou Cissone, el vicepresidente financiero de Sun, descendió por la lista de varias divisiones. Su informe sonaba tan pesimista que me sorprendió que la compañía en su conjunto hubiese tenido un primer trimestre rentable. El gran problema continuaba siendo la deuda, de la que 22 millones de dólares vencían en febrero de 1993. Sun se había estado preparando para hacer frente a estos pagos del mismo modo en que usted y yo lo haríamos, recortando costes y reprimiendo los impulsos consumistas. Sun continuó absteniéndose de efectuar nuevas adquisiciones. Esto era muy negativo, según Cissone, porque muchas empresas en la misma línea de negocio que Sun —cristal, hidráulicos y piezas de automóviles— se podían comprar a precios irrisorios.

La historia aquí, como recordarás, es que los accionistas de clase A obtendrán 10 dólares por acción en 1997, mientras los de Clase B obtienen los activos restantes. Si la economía mejora, supongo que las acciones de clase B llegarán a valer entre 5 y 8 dólares cada una, en las condiciones de mercado actuales, se venden por 3 dólares.

Mientras, me recuerdo a mí mismo que si la economía empeora, Sun puede fácilmente vender cualquiera de sus divisiones adquiridas previamente para conseguir la liquidez necesaria para pagar sus deudas. Estas valiosas franquicias dotan a la compañía de cierta protección frente al desastre.

Tenera, la compañía de consultoría nuclear en apuros, es otra víctima de las buenas noticias. La compañía ha anunciado dos nuevos contratos, uno con Martin Marietta y otro con Commonwealth Edison, el mayor operador estadounidense de plantas nucleares. Esto ha demostrado que el negocio de consultoría de Tenera aún es viable; de no ser así, ¿por qué Martin Marietta y

Commonwealth Edison estarían perdiendo el tiempo con esta gente? Más tarde la compañía anunció que estaban a punto de zanjar una demanda colectiva que va a costar menos de lo que algunos inversores temían, y además ha conseguido alcanzar el umbral de rentabilidad en el primer trimestre. Sus acciones han respondido sin moverse.

Recuerdo lo que me atrajo de Tenera en el primer momento, la compañía no tenía deuda y se trataba de un negocio de consultoría muy valioso, incluso cuando la división de software era un desastre, y sus acciones valían 2 dólares. Si Tenera consigue tan sólo 40 millones de dólares de ingresos anuales, lo que parece ahora más probable que en enero, la compañía podría ganar 40 centavos por acción. Ésta es una apuesta a largo plazo para la que las cosas se están poniendo mejor y el precio se ha mantenido igual. Eso la coloca en la lista de la compra.

## **Cedar Fair**

No puedo analizar una o dos Sociedades Limitadas Maestras sin antes chequear aquellas que ya he comprado y recomendado en el pasado. Su alto rendimiento y los beneficios fiscales las convierten en una categoría bastante atractiva. Esta vez, encontré dos nuevas para añadir a la lista de la compra: Cedar Fair y Unimar.

Cedar Fair opera el parque de atracciones Cedar Point en las orillas del lago Erie. Mi familia y yo solemos ir a montar en las montañas rusas a principios de agosto. Es mi tarea de verano favorita.

Cedar Fair acaba de realizar un anuncio importante: va a comprar Dorney Park, un gran parque de entretenimiento a las afueras de Allentown, y otro lugar al que ir a hacer mis análisis en verano. Esta compañía no ha adoptado el símbolo bursátil FUN (que en inglés significa «diversión») por casualidad.

Lo que me impidió recomendar Cedar Fair a principios de 1992 fue que no imaginaba cómo la compañía podía aumentar sus beneficios. La adquisición del Parque Dorney era la respuesta. Cedar Fair comprará Dorney Park, añadirá nuevas atracciones, utilizará sus técnicas para atraer nuevos clientes, y recortará costes.

Mientras 4-5 millones de personas viven cerca de Cedar Fair en el lago Erie, 20 millones de personas pueden llegar a Dorney Park en menos de tres horas.

Los responsables de Cedar Fair no es que sean precisamente unos fanáticos de las adquisiciones, es la segunda que hacen en veinte años. Las matemáticas parecen favorables. El precio de compra de Dorney es de 48 millones de dólares. Y dado que Dorney ganó 4 millones de dólares el año pasado, el ratio PER de la compañía se sitúa en 12.

Cedar Fair no va a pagarlo todo al contado. Pagará 27 millones de dólares al contado, financiado con deuda, y el resto con un millón de acciones de Cedar Fair para los propietarios de Dorney Park.

Así es como yo analizo el trato. Cedar Fair estaba ganando 1,8 dólares por acción antes de la compra. Con un millón más de acciones en libros, tendrá que hacer frente a 1,8 millones de dólares extra de beneficios para mantener su statu quo. También tendrá que pagar 1,7 millones de dólares de intereses por los 27 millones de dólares que ha pedido para financiar la adquisición.

¿De dónde sacará estos 3,5 millones de dólares extra Cedar Fair aparte de los intereses? De los beneficios estimados de 4 millones de dólares anuales de Dorney Park. Todo apunta a que este trato será beneficioso para Cedar Fair.

¿Y qué ocurrió cuando la venta de Dorney Park fue anunciada? Las acciones de Cedar Fair no se movieron de los 19 dólares durante semanas. No tienes que ser una persona que esté dentro para entrar en esta operación. Puedes leer los periódicos, y tomarte tu tiempo para analizar la situación, y aun así podrás comprar acciones de Cedar Fair al precio anterior a la operación.

## **Unimar**

Unimar no tiene empleados. No existe nómina. Es una compañía de tipo conglomerado con una tarea muy simple: recaudar el dinero procedente de la venta del gas natural licuado que llega de Indonesia. Estos ingresos son

distribuidos trimestralmente a los accionistas en forma de grandes dividendos que recientemente han rondado el 20 por ciento anual.

En el tercer trimestre de 1999, el contrato que Unimar tenía con los productores de gas y petróleo de Indonesia será resuelto, y sus acciones perderán su valor. Es una carrera a contrarreloj, ¿cuánto gas se puede extraer y vender, y cuántos dividendos se pagarán durante los restantes 6 años y medio antes de que el contrato se acabe?

Al tiempo de escribir estas líneas, las acciones de Unimar se venden a 6 dólares. Si para 1999 el accionista ha recibido 6 dólares en dividendos, entonces Unimar no es una gran inversión. Si recibe 10 dólares en dividendos, será una inversión decente, y si llega a los 12 dólares la cosa empieza a ponerse interesante.

La magnitud del dividendo depende de dos factores: la cantidad de gas natural que Unimar pueda extraer de tierras Indonesias (recientemente la compañía ha incrementado la productividad, aumentando así el atractivo de sus acciones) y a qué precio pueda vender el gas. Si los precios del gas y del petróleo suben, así lo harán los beneficios de Unimar, si los precios bajan, ocurrirá al contrario.

Unimar ofrece a sus inversores la oportunidad de beneficiarse de un incremento futuro de los precios del petróleo, y recibir a cambio un atractivo dividendo por el camino. Esto supera la compra de los futuros de gas y petróleo, un juego caro y más peligroso.

## **Fannie Mae**

Otro movimiento brusco en el precio de cotización les da a los inversores la oportunidad de comprar acciones de esta extraordinaria compañía a un importante descuento. La acción había caído sobre los 50 dólares debido a que la legislación favorable para Fannie Mae se había estancado en el Congreso.

Mientras tanto, la compañía ha gozado de unos buenos primer y segundo trimestres y su cartera de títulos con respaldo hipotecario ha crecido hasta los 413.000 millones de dólares. En medio de la recesión inmobiliaria, la

morosidad en los préstamos de Fannie Mae son de un ínfimo 0,6 por ciento, la mitad que cinco años atrás. La compañía ganará 6 dólares en 1992 y 6,75 dólares en 1993; mantiene su ratio de crecimiento a doble dígito, y aún se vende a un PER 10.

Llamé a Janet Point, la portavoz de la compañía, el 23 de junio de 1992, para informarme sobre la legislación paralizada. Me aseguró que no era un evento relevante. Una ley que define las funciones de Fannie Mae, Freddie Mac, etc., casi seguro obtendrá la aprobación del Congreso, pero que lo haga o no, es intrascendente para Fannie Mae, que puede pasar perfectamente sin ella.

## **Allied Capital II**

Éstos se ocupan de conceder préstamos de capital riesgo a cambio de una participación en las compañías a las que prestan dinero. Lo que me atrajo de Allied Capital II son sus planes de adquirir algunos de los mejores préstamos que fueron concedidos por las fallidas cooperativas de ahorros y préstamos. Estos préstamos eran subastados por Resolution Trust, a menudo con un descuento.

Desde que recomendé Allied Capital II, se ha lanzado un nuevo fondo Allied, para comprar distintos tipos de préstamos se trata de Allied Capital Commercial. Ahora cinco fondos forman la familia Allied. Esta proliferación hizo que me interesase por Allied Capital Advisors, una compañía independiente que cobra por los gastos de gestión de las otras empresas Allied. Allied Capital Advisors también cotiza, y es de ella de donde los ejecutivos que han creado los cinco fondos obtendrán sus ganancias.

## **Los cíclicos: Phelps Dodge y General Motors**

No puedes aferrarte a un valor cíclico del mismo modo que lo harías con un minorista en medio de una expansión. Phelps Dodge ha aumentado un 50 por ciento en seis meses. Es uno de los grandes ganadores de mis 21 selecciones, pero me asusta todo el dinero fácil que ya ha ganado. Sus acciones eran

extremadamente baratas a principios de 1992, en relación con los beneficios de ese año, pero su prosperidad futura dependerá de lo que ocurra con los precios del cobre en 1993.

Hablé con Doug Yearly, el consejero delegado, quien apuntó que mientras el precio de la compañía subía, los analistas en Wall Street aumentaban las previsiones de ingresos de la compañía. Éste es un ejemplo de cómo adaptar los medios para ajustarse a las necesidades. Ya que nadie puede predecir si los precios del cobre van a subir o bajar, puede haber también adivinos que hagan previsiones. Yo no compraría Phelps Dodge a este precio. En su lugar invertiría mi dinero en Pier 1, Sun TV o First Federal of Michigan.

General Motors ha subido un 37 por ciento desde enero, y desde entonces ha comenzado a devolver parte de las ganancias. Con las ventas de coches aún por debajo de las previsiones, preveo que se avecinan buenos años para la industria del automóvil. La demanda será alta, y la bajada del dólar y los problemas en Japón beneficiarán a los fabricantes estadounidenses con una mayor cuota del mercado.

A mí me gustan General Motors y Ford, pero mis investigaciones más recientes me han convencido de volver a situar a Chrysler al principio de mi lista. Lo hago a pesar de que las acciones de Chrysler han duplicado su precio en 1992, superando a los otros dos fabricantes de automóviles. Estoy sorprendido con estos resultados.

Descartar una compañía porque su precio se haya duplicado, triplicado o incluso cuadruplicado recientemente, puede ser un gran error. Que un millón de inversores hayan ganado o perdido dinero con Chrysler el mes pasado no tiene ninguna relación con lo que vaya a suceder al mes siguiente. Intento tratar cada inversión potencial como si no tuviese historia, es un enfoque de «estar en el momento presente». Lo que haya ocurrido con anterioridad es irrelevante. Lo importante es si las acciones están baratas o caras hoy a 21-22 dólares, en función de unos beneficios potenciales de entre 5 y 7 dólares por acción.

Así las cosas, las últimas noticias de Chrysler eran emocionantes. Mientras la compañía se encontraba al borde del abismo, consiguió amasar 3.600 millones de dólares de liquidez, suficientes para pagar su deuda a largo plazo de 3.700 millones. La crisis financiera de Chrysler se ha magnificado.

Con la compañía en una mejor situación que antes, su filial financiera, Chrysler Financial, podrá tomar dinero prestado a unos tipos de interés decentes. Lo que mejorará los resultados de Chrysler.

La renovada Jeep Cherokee es tan popular que Chrysler no tiene problemas para vender sin descuentos. La compañía genera varios miles de dólares por cada Jeep y por cada camioneta. Sólo estos dos productos generan 4.000 millones de dólares en un mercado difícil.

El coche tipo pick up T300, que los aficionados a los automóviles están llamando el «BMW off-road», supone para Chrysler su primer gran desafío en el mercado de las camionetas, en el que Ford y General Motors han conseguido sus mayores beneficios. Chrysler nunca antes ha vendido camionetas. Sus mediocres líneas de coches pequeños, Sundance y Shadow, se están quedando desfasados. Ha introducido el primer diseño básico de automóvil en una década, el sistema LH.

Los coches LH —Eagle Vision, Chrysler Concorde y Plymouth Intrepid— tienen todos ellos precios lo suficientemente altos como para generar buenos beneficios. Si resultan ser tan populares como el Saturn o el Taurus han sido, tendrán un enorme impacto en los beneficios de Chrysler.

Si hay algo que pueda frenar a Chrysler, en todo caso serán las millones de acciones que ha tenido que vender en los últimos años para financiarse. En 1986, había 217 millones de acciones en circulación, ahora hay 340 millones. Pero si Chrysler cumple su promesa, los mayores beneficios del período 1993-1995 serán más que suficientes para compensar la carga de las acciones extra.

Estaba de vuelta en «Wall Street con Louis Rukeyser» en septiembre. Era el décimo aniversario de mi aparición inicial en este programa, y una oportunidad para recomendar un nuevo grupo de acciones. Estuve varias semanas haciendo los deberes, como hago para *Barron's*, y estaba preparado para compartir mis resultados con los millones de espectadores del programa de Lou.

En «Wall Street Week» no tienes ni idea de lo que te van a preguntar, y el tiempo para contestar es limitado. Si me hubiesen dejado, hubiese estado media hora hablando de mis últimas elecciones, igual que los abuelos cuando



hablan de sus nietos. Pasé tanto tiempo tratando de pronunciar Au Bon Pain que no llegué a mencionar a Fannie Mae, o a First Federal of Michigan, u otras de mis cooperativas de ahorros y préstamos favoritas.

Pude hablar de Ford y también de Chrysler, una compañía que recomendé la primera vez que visité «Wall Street Week», en contra de los consejos de algunos de mis colegas. Supongo que se cierra el círculo.

## Las 25 reglas de oro

Antes de cerrar mi procesador de texto, no puedo resistir esta última oportunidad para resumir las lecciones más importantes que he aprendido en dos décadas invirtiendo, muchas de las cuales ya han sido mencionadas en este libro y en otras publicaciones. Ésta es mi versión de la despedida del coro de Santa Inés.

- Invertir es divertido, emocionante y peligroso si no haces los deberes.
- Tu ventaja como inversor no es algo que obtengas de los expertos de Wall Street. Es algo que ya tienes. Puedes superar a los expertos si utilizas tus aptitudes para invertir en compañías o en sectores que ya entiendes.
- Durante las pasadas tres décadas, el mercado de valores ha venido estando dominado por una multitud de inversores profesionales. En contra de lo que la gente piensa, esto facilita las cosas al inversor amateur. Puedes batir al mercado ignorando a la manada.
- Detrás de cada valor hay una compañía. Entérate de qué está haciendo.
- A menudo, no hay correlación entre el éxito de las operaciones de una compañía y el éxito de sus acciones en bolsa durante algunos meses, e incluso algunos años. A largo plazo, hay una correlación al cien por cien entre el éxito de la compañía y la evolución de sus acciones. Esta disparidad es la clave para ganar dinero; ser paciente y comprar en compañías exitosas tiene recompensa.
- Tienes que saber lo que tiene, y por qué lo tiene. «Esta empresa está tirada» no cuenta.
- Los disparos a larga distancia casi siempre fallan su objetivo.
- Comprar acciones es como tener hijos, no tengas más de los que puedes cuidar. El inversor a tiempo parcial probablemente tenga tiempo de seguir entre 8 y 12 compañías, y comprar y vender acciones como aval de

las condiciones. No tiene por qué haber más de cinco compañías en cartera al mismo tiempo.

- Si no encuentras compañías que te parezcan atractivas, deja el dinero en el banco hasta que las descubras.
- Nunca inviertas en una compañía cuyas finanzas no entiendas. Las mayores pérdidas vienen dadas por compañías con malos balances. Mira siempre el balance para saber si una compañía es solvente antes de arriesgar tu dinero invirtiendo en ella.
- Evita las acciones de moda en industrias de moda. Las buenas compañías en industrias poco de moda y sin crecimiento son consistentemente las ganadoras.
- En las pequeñas compañías es mejor esperar a que sean rentables para invertir.
- Si estás pensando en invertir en una industria con problemas, compra compañías con capacidad de aguante. Espera también a que la industria muestre síntomas de recuperación. Las sillas pediátricas y los tubos de radio eran industrias con problemas que nunca se recuperaron.
- Si inviertes 1.000 dólares en una acción, todo lo que puedes perder son 1.000 dólares, pero si eres paciente, con el tiempo puedes llegar a ganar 10.000 o incluso 50.000 dólares. Un inversor amateur puede centrarse en unas pocas buenas compañías, mientras que el gestor de fondos está obligado a diversificar. Si tienes demasiadas compañías en cartera, pierdes la ventaja de la concentración. Sólo hace falta encontrar unas cuantas buenas compañías para que toda una vida de invertir merezca la pena.
- En cada industria y en cada región del país, el observador amateur puede encontrar compañías de gran crecimiento mucho antes de que los inversores profesionales lo hagan.
- Una bajada en el mercado bursátil es algo tan rutinario como una ventisca en enero en Colorado. Si estás preparado no te pasará nada. Una caída del mercado es una gran oportunidad para comprar las gangas que han vendido los inversores que huyen de la tormenta en medio del pánico.

- Todo el mundo tiene la capacidad intelectual para ganar dinero en bolsa. No todo el mundo tiene el estómago que hace falta. Si eres susceptible de venderlo todo en mitad del pánico, deberías desechar por completo la bolsa y los fondos de inversión.
- Siempre hay algo de lo que preocuparse. Evita las preocupaciones menores e ignora las predicciones pesimistas de los medios. Vende tus acciones cuando los fundamentales de la compañía se hayan deteriorado, no porque el mundo se venga abajo.
- Nadie puede predecir los tipos de interés, el rumbo que tomará la economía o el mercado de valores. No prestes atención a todas estas previsiones y concéntrate en lo que realmente está pasando con cada compañía en la que has invertido.
- Si analizas 10 compañías, encontrarás una cuyo historial es mejor de lo esperado. Si analizas 50, encontrarás cinco. Siempre hay agradables sorpresas en el mercado, compañías cuyos méritos han pasado desapercibidos para Wall Street.
- Si no analizas ninguna compañía, tendrás la misma suerte invirtiendo que jugando a póquer sin saber cuáles son tus cartas.
- El tiempo está de tu lado si tienes acciones de compañías superiores. Puedes permitirte ser paciente, incluso si pasaste por alto los cinco primeros años de Wal-Mart, es una gran compañía para comprar y mantener durante los próximos cinco años. El tiempo está en tu contra cuando compras opciones.
- Si tienes estómago para la bolsa, pero no tienes el tiempo ni la predisposición, invierte en fondos de inversión. Es una buena forma de diversificar. Deberías invertir en distintos tipos de fondos, con gestores que sigan distintas filosofías de inversión: crecimiento, valor, pequeñas compañías, grandes compañías, etc. Invertir en seis fondos del mismo tipo no es diversificar. Los impuestos sobre las ganancias patrimoniales penalizan a los inversores, que cambian mucho de un fondo de inversión a otro. Si ya has invertido en uno o varios fondos que lo han hecho bien, no los dejes a la ligera. Aférrate a ellos.

- Entre los mayores mercados de valores del mundo, el estadounidense se sitúa en la octava posición en rentabilidad en la última década. Puedes aprovecharte de las economías emergentes de rápido crecimiento invirtiendo una porción de tus activos en fondos extranjeros que tengan una buena trayectoria.
- A largo plazo, una cartera de acciones bien escogidas y/o fondos de inversión siempre superarán los resultados de una cartera de bonos o una cuenta monetaria. A largo plazo, una cartera de acciones mal escogidas no será más rentable que dejar el dinero bajo el colchón.

## Epílogo

Elegir acciones es un ejercicio dinámico, y han pasado muchas cosas desde que realicé mis selecciones para la mesa redonda de *Barron's* en 1992, como he descrito con anterioridad. Para los principiantes, participé en la mesa redonda de *Barron's* de 1993 seleccionando un grupo de valores, que incluían ocho repetidores del año anterior. Para cuando leas estas líneas, ya habré acabado mi selección de 1994.

Mi rutina siempre es la misma. Busco compañías que están infravaloradas, y normalmente las encuentro en sectores o en industrias poco populares. En diez años, no fui capaz de encontrar ninguna ganga en acciones *blue chip* de crecimiento, un grupo que incluye a Merck, Abbott Labs, Wal-Mart, y Procter & Gamble. La mala rentabilidad de estos valores tan populares prueba que la técnica de leer las gráficas descritas en el apartado «El mercado sobrevalorado» realmente funciona.

Mirando los gráficos de estas compañías a largo plazo en 1991-1992 habrías visto que los precios de sus acciones se habían desviado mucho de sus beneficios, una señal peligrosa que nos alerta de que debemos mantenernos alejados durante un tiempo de compañías del estilo de Merck, Wal-Mart, y otras de crecimiento similar que fueron estrellas de la rentabilidad a finales de los años ochenta, pero que últimamente se han tambaleado.

Cuando el precio de las acciones de una compañía muy popular sufre una gran caída en el precio, especialmente cuando sus acciones son propiedad de fondos de inversión y fondos de pensiones, Wall Street tiene que inventarse una razón para justificar este declive y así sacar a los gestores de fondos del atolladero por tenerlas. Recientemente hemos escuchado que las acciones de las farmacéuticas han bajado porque en Wall Street estaban nerviosos con el plan sanitario de Clinton, y que Coca-Cola ha bajado porque los inversores estaban preocupados por los efectos de un dólar más fuerte sobre los

beneficios de Coca-Cola, y que el precio de las acciones Home Depot ha disminuido porque el mercado inmobiliario está rezagado. La verdadera razón por la que los precios de estas compañías han disminuido es que han estado terroríficamente sobrevaloradas en relación con sus beneficios actuales.

Lo que suele ocurrir con las acciones *blue chips* sobrevaloradas de crecimiento es que el precio de las acciones caerá o se moverá de un lado a otro durante un par de años, mientras los beneficios de la compañía continúen creciendo como de costumbre, hasta que finalmente el precio y los beneficios vuelvan al equilibrio. Cuando eso ocurra, la línea del precio y la línea de los beneficios convergerán en la gráfica, como ocurrió con Abbott Labs a finales de 1993 (véase la gráfica 7-2). Quizá el sector de *blue chips* de crecimiento ya ha experimentado su corrección, y algunas de las compañías del sector puedan ser recomendadas en 1994-1995.

Por mi experiencia, el precio de las acciones, la «p» de la ecuación PER, no puede separarse demasiado de los beneficios, la «e» de la ecuación, sin tener que dar algo a cambio.

Mientras algunas de las grandes acciones de crecimiento estuvieron muy caras y luego bajaron, todavía podían encontrarse muchas de las gangas entre las compañías de crecimiento más pequeñas. El indicador de New Horizons descrito en el apartado «El equipo de las estrellas» ha continuado mostrando a las compañías más pequeñas al final de su rango de precios relativos con el S&P 500 (véase la gráfica 3-1). Mientras que las compañías pequeñas permanezcan baratas comparadas con las grandes, hay bastantes posibilidades de que batan a las grandes, al menos hasta que el indicador de New Horizons se dé la vuelta.

Otro desarrollo interesante en 1993 fue que el negocio de gas natural había resurgido hasta el punto de que las compañías de energía y servicios de energía podían hacerlo bien. Este tipo de empresas habían estado deprimidas tanto como puedo recordar, pero años de reducción de costes y consolidando y cerrando los pozos de perforación habían producido una situación prometedora para las supervivientes.

El ratio riesgo/beneficio era excelente en estas compañías. Muchas acciones de gas natural habían sido golpeadas tan severamente que ya no podían ser dañadas mucho más, y las oportunidades eran favorables para que

algunas sobrevivieran y brillaran. Así que recomendé cinco compañías energéticas en 1993: dos empresas de servicios y tres productoras.

Basado en el deprimido indicador de demanda descrito en «Después de cuatro o cinco años con las ventas por debajo de la tendencia», también pensé que la industria del automóvil vendería más coches y camiones de los que mucha gente predecía. Después de un ciclo bajista en el automóvil, normalmente lleva de cinco a seis años de ciclo alcista antes de que la demanda deprimida es satisfecha, y sólo estábamos entrando en el tercer año del último ciclo alcista. Con esto en mente, recomendé tres compañías de automóviles además de Harman International, que abastece equipos de sonido a los fabricantes de coches.

En mis entrevistas con varios analistas y también con ejecutivos de varias compañías que compran y venden acero, aprendí que los precios del acero estaban empezando a frenarse. Más aún, las acereras americanas estaban esperando que el gobierno tomara medidas para protegerles contra el «dumping» de acero barato de acereras extranjeras en nuestro mercado. (Como al final ocurrió, no consiguieron la protección que solicitaban.) También estaba escuchando que varias de las plantas de acero viejas e ineficientes en Europa, que durante décadas estaban funcionando con pérdidas masivas subvencionadas por el Estado de cara a darle a decenas de miles de empleados trabajos improductivos, se cerrarían. La privatización aceleraría este proceso todavía más. Esto sería muy positivo para los precios del acero a nivel mundial. Acabé recomendando tres compañías de acero y otras dos compañías de metales también.

Así, mi listado de 1993 de *Barron's* tenía muchas cíclicas, aunque no empecé con la idea de cíclicas porque eso es lo que supone que tienes que comprar en las primeras fases de una recuperación económica. Simplemente ocurre que en las compañías e industrias que investigaba, las mayores gangas estaban en las cíclicas, y es ahí donde los ingresos estaban en movimiento.

Las siete cooperativas de ahorro y préstamos que recomendé en 1992 subieron todas. En 1993, recomendé ocho nuevas. Continúo estando impresionado por la rentabilidad de todo este grupo, doblando, triplicando y cuadruplicando en decenas de ellas que han salido a bolsa desde 1991, y casi ninguna mala.



Muchas de las cooperativas de ahorro y préstamos lo han hecho bien durante varios años, así que ésta no es una situación en la que tienes que entrar y salir. Y mientras escribo esto pienso que todavía hay grandes oportunidades. Si hay otra parte del mercado donde tantas sólidas franquicias se están vendiendo por menos de su valor contable y tienen buenos potenciales de crecimiento de ingresos, con la probabilidad de que tarde o temprano serán compradas por bancos más grandes o por otras cooperativas de ahorro y préstamos con una prima, todavía no la he descubierto.

La clásica preocupación en Wall Street es que las cooperativas de ahorro y préstamos terminarán con un abrupto final tan pronto como la economía se mueva y los tipos de interés comiencen a subir, eliminando los beneficios que las cooperativas de ahorro y préstamos están haciendo con el actual diferencial de tipos de interés. Yo discrepo. Una economía boyante con tasas de inflación de doble dígito podría perjudicar a las cooperativas de ahorro y préstamos, pero una economía que sigue un ritmo tranquilo no lo haría.

Descargar aquí la tabla E-1 y E-2.



**TABLA E-1 Cartera de Lynch de 1993 para *Barron's***

Ticker	Nombre de la compañía	Rentabilidad total 11/1/93-31/12/93	Precio 11/1/93	Precio 31/12/93
ABBK	Abington Savings Bank	27,78%	9,00 \$	11,50 \$
AMX	AMAX, Inc. (through 15/11/93)	47,71	16,88	****
AHC	Amerada Hess Corporation	3,78	44,00	45,13
APA	Apache Corporation	33,12	17,75	23,38
AS	Armco, Inc.	-5,77	6,50	6,13
—	Body Shop	37,20	164p	225p
BP	British Petroleum PLC-ADR	46,81	44,88	64,00
BST	British Steel PLC-ADR	97,81	9,50	18,50
C	Chrysler Corporation	49,00	36,25	53,25
CCI	Citicorp	71,51	21,50	36,88
CMS	CMS Energy Corporation	39,30	18,50	25,13
CSA	Coast Savings Financial, Inc.	34,12	10,63	14,25
DBRSY	De Beers Consolidated Mines-ADR	84,64	13,75	24,25
DME	Dime Savings Bank of New York	20,37	6,75	8,13
FDX	Federal Express Corporation	27,99	55,38	70,88
FNM	Federal National Mortgage Association	3,66	77,50	78,50
FFOM	Firstfed Michigan Corporation	62,24	16,08	25,50
FOFF	50-Off Stores, Inc.	-42,71	12,00	6,88
F	Ford Motor Company	47,37	45,13	64,50
GH	General Host Corporation	-18,38	9,00	7,00
GM	General Motors Corporation	63,26	34,25	54,88
GLM	Global Marine, Inc.	65,00	2,50	4,13
GGUY	Good Guys, Inc.	18,18	11,00	13,00
HWG	Hallwood Group, Inc.	-8,89	5,63	5,13
HAR	Harman International Industries	94,92	14,75	28,75
AHM	H. F. Ahmanson & Co.	11,07	18,50	19,63
HPBC	Home Port Bancorp, Inc.	66,46	7,38	11,75
IAD	Inland Steel Industries, Inc.	51,43	21,88	33,13
MAXC	Maxco, Inc.	106,06	4,13	8,50
MSEL	Merisel, Inc.	67,05	11,00	18,38
NSBK	North Side Savings Bank, Bronx, NY	39,67	13,33	18,50
NSSB	Norwich Financial Corporation	62,44	5,75	9,00
PXRE	Phoenix RE Corporation	80,16	15,25	27,25
RLM	Reynolds Metals Company	-13,65	53,88	45,38
SERF	Service Fracturing Company	16,96	3,31	3,88
SBN	Sunbelt Nursery GRP/DE	-40,21	5,75	3,44
SDPB	Sun Distributors, L.P.	25,26	3,50	4,25
CUTS	Supercuts, Inc.	2,62	14,50	14,88
TLP	Tenera, L.P.	4,72	1,31	1,38
	<b>Rentabilidad total de la cartera de Lynch de 1993</b>	<b>35,39 %</b>		
	S&P 500 Stock Index	11,23		
	NASDAQ Composite Index	13,83		
	Value Line Composite Index New	18,31		

\*La rentabilidad total de AMAX refleja la fusión/escisión en donde una acción de AMAX se convirtió en 0,5 acciones de ALUMAX, 0,5 acciones de Cyprus AMAX y 0,245 acciones de AMAX Gold.

De hecho, las cooperativas de ahorro y préstamos se beneficiarán de la firme recuperación económica, porque en un mercado inmobiliario mejor pueden liquidar sus activos inmobiliarios embargados más rápidamente y a precios más elevados, y sufrirán menores impagos y por tanto menos nuevos embargos. Esto reforzará sus balances e impulsará sus beneficios, porque no tendrán que poner a un lado tanto dinero para cubrir sus pérdidas sobre préstamos. También, a medida que la economía mejore, estas compañías pueden incrementar sus préstamos a prestamistas fiables, lo que a cambio añadirá más potencial de ingresos.

Por último, empecé a tener interés en compañías de California en 1993. Esto se debe a que California se encontraba en una profunda recesión y las noticias de prensa eran tan negativas que habrías pensado que todo el estado estaba a punto de cerrar sus negocios. Nueva Inglaterra, mi propia región, estaba precisamente en esa misma situación en 1990, y los titulares eran igual de deprimentes, pero si lograbas ignorar los titulares y comprar acciones de compañías de Nueva Inglaterra deprimidas, seguro que has estado bien recompensado hasta la fecha.

Tomando la visión optimista de que California sobreviviría de alguna forma a su recesión de la forma en la que los de Nueva Inglaterra hemos sobrevivido a la nuestra (de momento, lo hemos hecho sin nada de crecimiento laboral), puse a tres compañías de California en mi lista de recomendaciones en 1993: Coast Savings Financial, Inc; H. F. Ahmanson & Co., la compañía de ahorro más grande del país; y Good Guys, Inc., una cadena de distribución que vende televisores, equipos de música y aparatos electrónicos similares. También recomendé Fannie Mae, mi compañía favorita a largo plazo, que posee y empaqueta hipotecas. Su precio de cotización estaba deprimido porque el 25 por ciento de sus hipotecas estaban firmadas sobre activos inmobiliarios de California.

## **La revisión de 24 meses**

A la revisión de seis meses de la cartera de Lynch que aparece en el capítulo 21, podemos añadir ahora la revisión de 24 meses. Con tanta atención dada a las subidas y bajadas del precio de las acciones, es fácil olvidar que tener una acción es tener la participación de un negocio. No tendrías un edificio alquilado sin revisarlo de vez en cuando para ver que todo está correctamente y que el lugar no se está cayendo a pedazos, y asimismo, cuando tienes la parte de una compañía debes de estar al tanto y revisar los nuevos desarrollos.

Después de hacer la última ronda de mis deberes en las compañías descritas en el texto, puedo reportar lo siguiente:

Allied Capital Corporation II ha sido una decepción a corto plazo, como se refleja en el precio a corto plazo. Sin ser culpa de la compañía, lo que esperaba que sucediera en 24 meses va a tardar mucho más. La compañía tenía todo su capital listo para invertir en préstamos pero no ha sido capaz de poner todo su dinero a trabajar. Parte de su plan era comprar préstamos de Resolution Trust Corporation de las carteras de las cooperativas de ahorro y préstamos que eran adquiridas por el gobierno. La idea era invertir en prestamistas solventes, que estaban pagando intereses del 10-11 por ciento.

El inesperado problema fue que muchos otros inversores, incluidos los bancos y los llamados fondos buitres, también estaban intentando comprar estos préstamos. Allied no podía conseguir aquellos que quería, y no iba a reducir sus estándares y comprar una variedad más arriesgada. Así que se mantuvo al margen, obteniendo sobre su liquidez un 3 por ciento en el mercado monetario. Ésta no era una situación productiva para los accionistas, que estaban pagando a Allied Capital un 2 por ciento anual de comisión de gestión.

Allied Capital II está gradualmente comprando préstamos, pero a un ritmo más lento del que cualquiera esperaba. Mientras tanto, la mejor inversión ha sido la compañía que gestiona los fondos Allied, Allied Corporation, cuyo precio de cotización se ha doblado en un año.

Hablando de compañías de gestión, Colonial Group tuvo una ganancia del 69,7 por ciento en 24 meses. Una vez más, cuando miles de millones de dólares se están vertiendo en fondos de inversión, como ha sucedido en los últimos años, compensa invertir en los tipos que controlan y operan los fondos de inversión.

Mi pasión para las compañías de jardinería (General Host, Sunbelt y Calloway) fue un gran error. Me engañé a mí mismo sobre toda la cuestión. Estaba tan impresionado con el hecho de que los consumidores estuvieran comprando plantas, rastrillos, palas, mantillos, etc., en números récord y que la jardinería sería a los noventa lo que la cocina fue a los ochenta que pasé por alto la feroz competencia dentro de las tiendas de jardinería. Es tan feroz en plantas y flores como lo es en aerolíneas.

Gran parte del tráfico de ventas se ha ido a los centros de descuento de K mart, Home Depot, etc., que venden un surtido más pequeño de plantas y grandes cantidades de fertilizantes, mantillo, pesticidas y herramientas de jardinería que de otra forma se habrían vendido en Sunbelt o General Host. Subestimé el impacto de las tiendas de descuento y también la perseverancia de los comercios familiares en pequeños centros de jardinería, que está resistiendo y bajando sus precios para competir con las tiendas de descuento. Las cadenas de establecimientos de jardinería están siendo exprimidas a ambos extremos. El clima extremo que hemos tenido —diluvios, sequías— tampoco ha ayudado mucho.

Calloway, una compañía que me causó una favorable impresión cuando la acción se estaba vendiendo por 8 dólares, se vendía por 3 dólares a finales de 1993, y lo que parecía una oportunidad de crecimiento hacía unos meses es ahora una oportunidad de cambio de rumbo. También es una potencial inversión sobre activos, con 1,3 dólares en tesorería, sin deuda, y 17 edificios en la zona de Dallas.

Pensé en Sunbelt como un posible candidato para una adquisición, y efectivamente, fue adquirida por General Host. Por desgracia, la acción estaba cotizando a 6,25 dólares cuando la recomendé y el precio de adquisición fue de 5 dólares. Ésta es una victoria pírrica.

Si todavía cree en Sunbelt, puede continuar teniendo una participación de ella comprando acciones de General Host. Ésta tampoco ha sido una gran promesa. Las ventas en sus establecimientos de Frank's Nursery & Crafts han sido decepcionantes. En general, 1993 fue un año terrible para Frank's. Hemos tenido olas de calor récord por todo el país, causando que muchas personas permanezcan en casa, evitando el jardín.

General Host puede darse la vuelta y prosperar en el futuro, pero como en el caso de Allied Capital, va a llevar mucho más de lo esperado.

Pier 1 Imports también es parte de la historia de centros de jardinería, tenía un interés mayoritario en Sunbelt antes de que Sunbelt fuese adquirida por General Host. Pier 1 había tenido problemas con la floja economía pero continúa ganando cuota de mercado de tiendas de muebles. Diría que la empresa está definitivamente bien encaminada.

El futuro inmediato de CMS Energy dependía de una resolución judicial sobre la tarifa de las tasas con Michigan Public Service Commission, y no tenía ni idea de cuál sería el resultado. Entendía la compañía lo suficientemente bien para saber que a 18,50 dólares por acción, la acción era una compra decente en el caso de una sentencia desfavorable. Así que el ratio riesgo/recompensa era favorable.

En marzo de 1993, el Michigan PSC obtuvo su sentencia, y aunque no era fantástica desde el punto de vista de CMS, era lo suficientemente favorable para provocar que el precio de la acción avanzara a mitad de los 20 dólares. En este nivel, se convirtió en una compañía que había que mantener.

Phelps Dodge tuvo un próspero 1992 por la reducción de costes y porque los precios del cobre subieron. Un mercado más bajo del cobre en 1993 provocó que la compañía y la acción se paralizaran. Si tienes acciones en una compañía minera, más te vale seguir al mercado por lo que pueda pasar en las minas.

Body Shop es el ejemplo en el que la compañía no lo hizo bien en 1992, pero los fundamentales mejoraron en 1993. Cuando recomendé la acción, cotizaba a 325 peniques, y sugerí que los inversores tomaran una pequeña posición que se pudiera incrementar si el precio bajaba. Y tanto si pasó. ¡En febrero de 1993 tocó un mínimo de 140 peniques! Nunca imaginé que caería tanto pero uno nunca puede predecir cuánto puede bajar un precio. Si tienes suficientes acciones, una de ellas está sujeta a sufrir un declive similar.

Cuando eso sucede, es hora de revisar la historia. Si la historia todavía es buena, entonces puedes alegrarte de una caída de un 50 por ciento, porque puedes comprar más a un precio de ganga. Así que la cuestión clave no era que Body Shop hubiera caído sino por qué había caído.

Llamé a la compañía y me puse al día de lo que había pasado. Body Shop todavía no tenía deuda y seguía expandiéndose en nuevos mercados. Todo esto era positivo. Por otro lado, la compañía había sufrido por una ventas pésimas en Reino Unido, su mercado local. Aparentemente, la recesión británica había hecho que la gente redujera su gasto en jabones y champús. O quizá estaban comprando champús normales y no gastándose 4 libras en champús de algas y abedul o en champú de barro de Rhassoul de Body Shop.

Tres de los cuatro países con el mayor número de Body Shops, Canadá, Reino Unido y Australia estaban todos en recesión. Y en Estados Unidos varios competidores habían aparecido con sus propias tiendas de lociones y pociones. Pero Body Shop obtendrá la mayoría de su crecimiento futuro de otros países, como Francia y Japón, donde sus tiendas han abierto sin competencia. Veo esto como una empresa global en la segunda década de una historia de tres décadas. Si acaso, la historia ha mejorado con respecto a cuando empecé a seguirla en 1992. He hablado con mi amiga la exdocumentalista, y está tan encantada con su tienda de Body Shop que ha comprado una más. Recomendé nuevamente Body Shop en enero de 1993 a menos de la mitad del precio al que la recomendé en 1992.

En Sun Distributors, un evento importante ocurrió cuatro años antes de lo programado. En septiembre de 1993, la compañía anunció que estaba considerando vender varias de sus divisiones. Los inversores esperaban que una venta así sucediera pero no hasta 1997, el último año en que Sun Distributors disfrutaría de ventajas fiscales por ser una sociedad limitada maestra.

Después de la venta de la compañía, los dueños de acciones de Clase A de Sun obtendrán 10 dólares por cada acción y los dueños de acciones de Clase B obtendrán todo lo que sobre de los ingresos por la venta. Recomendé la Clase B en *Barron's* en 1992 y 1993.

Sun Distributors había estado trabajando para maximizar el valor de las acciones de Clase B reduciendo deuda y reduciendo sus costes. Varios meses antes de que la compañía anunciara que se ponía a la venta, completó un acuerdo para refinanciar su deuda a largo plazo. Dado que el problema de deuda de la compañía era un riesgo potencial, eran buenas noticias que habrías podido leer en el informe anual. Más aún, sus ingresos anuales habían crecido

de forma estable, incluso durante la recesión, y continuó obteniendo 1 dólar por acción al año en flujo de caja libre. Teóricamente, esto significaba que 1 dólar al año por acción era añadido al valor intrínseco de cada acción de Clase B.

Éste era otro caso de la compañía haciéndolo bien y el precio de la acción no yendo a ningún lado. La Clase B se había estado vendiendo en el rango de los 2,50-3 dólares durante más de dos años, y luego subió a 4,40 dólares en septiembre de 1993, el mes en el que se anunció la posible venta. El mercado puede poner a prueba tu paciencia pero, si crees en la compañía, has de esperar hasta que tu paciencia se vea recompensada.

La acción de Clase B podría haber alcanzado los 8 dólares por acción o incluso más si la compañía se hubiera mantenido quieta hasta 1997. Siento lo mismo sobre la venta potencial que lo que sentía sobre Taco Bell cuando fue adquirida por PepsiCo a finales de los setenta. Los accionistas de Taco Bell hicieron un rápido beneficio pero la empresa en curso tenía el potencial de ser diez veces más gratificante.

Tenera, mi sociedad limitada en recuperación, no se ha recuperado del todo. Si no fuera por su balance libre de deuda, Tenera habría salido hace mucho tiempo. Antes de invertir en una compañía que está luchando por su vida, asegúrate de que tiene la suficiente liquidez para pagar las facturas médicas.

**TABLA E-2 Cartera de Lynch de 1992 para *Barron's*:  
actualización a 24 meses**



Ticker	Nombre de la compañía	Rentabilidad total 13/1/92-31/12/93	Precio 13/1/92	Precio 31/12/93
ALTI	Allied Capital Corporation II	-14,11 %	19,00\$	14,25\$
—	Body Shop	-30,77	325p	225p
COGRA	Colonial Group-Class A	69,70	17,38	28,00
CMS	CMS Energy Corporation	43,30	18,50	25,13
EAG	Eagle Financial Corporation*	101,81	10,97	20,50
FNM	Federal National Mortgage Association	19,34	68,75	78,50
FESX	First Essex Bancorp, Inc.	222,68	2,13	6,75
GH	General Host Corporation	-1,32	7,75	7,00
GM	General Motors Corporation	87,45	31,00	54,88
GSBK	Germantown Savings	287,15	14,50	54,75
GBCI	Glacier Bancorp, Inc. *	117,37	10,12	21,00
LSBX	Lawrence Savings Bank	225,00	1,00	3,25
PBNB	People's Savings Financial Corporation	85,42	11,00	18,75
PD	Phelps Dodge Corporation*	60,97	32,50	48,75
PIR	Pier 1 Imports, Inc.-DEL	23,53	8,00	9,75
SVRN	Sovereign Bancorp, Inc. *	250,90	3,83	13,13
SBN	Sunbelt Nursery Group/DE	-44,99	6,25	3,44
SDPB	Sun Distributors, L.P.	65,87	2,75	4,25
SNTV	Sun Television & Appliances, Inc. *	130,48	9,25	21,25
CUTS	Supercuts, Inc. *	31,26	11,33	14,88
TLP	Tenera, L.P.	-42,11	2,38	1,38
	<b>Rentabilidad total de la cartera de Lynch de 1993</b>	<b>80,43</b>		
	S&P 500 Stock Index	19,19		
	NASDAQ Composite Index	25,77		
	Value Line Composite Index New	33,07		

\* Ajustado por la división de acciones.

El precio de la acción cayó y luego descendió, y según escribo esto el precio está cerca de la mitad de lo que estaba cuando recomendé la acción en enero de 1992, y al mismo nivel en enero de 1993 cuando recomendé la acción de nuevo. La compañía tiene un nuevo director de operaciones y 2 millones de dólares en el banco, que ha utilizado para comprar algunas de sus propias acciones. Ha atraído nuevos clientes para sus servicios de gestión de suministros y sus proyectos problemáticos han disminuido de seis a dos. La disputa contractual con el gobierno todavía no se ha resuelto pero la compañía ha reservado dinero suficiente para cubrirse en caso de perder. Una victoria sería un bonus.

De la manera en que yo lo veo, si la compañía nunca se recupera, el valor de liquidación es de 1 dólar por acción, y si se recupera, la acción se irá a 4 dólares.

Otras dos sociedades limitadas maestras que continúo siguiendo pero no recomendé en 1992 merecen ser mencionadas.

Cedar Fair, la compañía de parques de atracciones, ha seguido teniendo éxito tras su adquisición del parque de atracciones Dorney Park cerca de Filadelfia, que visité con mi familia en 1993. Tiene uno de los toboganes acuáticos más altos del mundo. Yendo más a la cuestión, la acción tiene un rendimiento del 6 por ciento con ciertas ventajas fiscales hasta 1997, y la compañía continúa creciendo añadiendo nuevas atracciones y haciendo adquisiciones. Ella misma podría convertirse en un objetivo de adquisición. Se me ocurren muchos compradores, en concreto los gigantes del entretenimiento, que puede que quieran sus propios parques de atracciones con atracciones Bart Simpson o Arsenio Hall o lo que sea. Disney ya ha comprado un equipo de hockey y lo ha nombrado los Mighty Ducks, así que imagine lo bien que le iría si comprase una atracción de la que ya supiese algo. Podría convertir Dorney Park en Buena Vista World.

EQK Green Acres, la sociedad que controlaba el centro comercial de Long Island, completó una refinanciación de la mayor parte de la deuda que tenía la compañía. En 1993 se anunciaron otras dos noticias positivas: (1) La adquisición por parte de Home Depot de una propiedad de EQK, que ayudó a reducir la deuda; y (2) la compra por parte del principal accionista y consejero delegado de 56.000 acciones adicionales para su cartera personal, como se reflejaba en el mensaje trimestral a accionistas.

El precio de la acción de EQK subió tras el anuncio de la refinanciación, pero no de inmediato. Éste es otro ejemplo de cómo los inversores no necesitan información privilegiada para beneficiarse de las buenas noticias. Incluso después de que las buenas noticias se hagan públicas, Wall Street puede ser lento en reaccionar.

EQK también anunció que puede que se convirtiera en una sociedad de inversión inmobiliaria (REIT, por sus siglas en inglés, una figura jurídica similar a una SOCIMI en España). Esto reforzaría su balance financiero y permitiría a la compañía pedir dinero prestado a menores tasas. En la transición, la compañía tendría que compensar a su principal socio, Equitable, dándole acciones de la nueva sociedad de inversión inmobiliaria. Pero la

nueva estructura permitiría a EQK usar potencia financiera para comprar centros comerciales adicionales, de la misma forma que Cedar Fair ha comprado otros centros comerciales.

Supercuts ha hecho un anuncio sorprendente: abrirá 200 tiendas adicionales en Nueva York, controladas por la compañía en una empresa conjunta con otro socio. La compañía está pidiendo dinero prestado para pagar esta expansión, y esto penalizará sus beneficios de 1993-1994. Mientras que los analistas esperaban que Supercuts ganase 80 céntimos en 1994, es probable que gane menos.

A más largo plazo, las nuevas tiendas acelerarán la tasa de crecimiento de la compañía. La acción continúa con un ratio PER que está por debajo del múltiplo de mercado. En el mercado actual, los inversores están pagando mucho más por compañías que están creciendo más lentamente y no son líderes en sus industrias, que es en lo que Supercut se ha convertido. Los consumidores continúan haciendo cola por el champú Supercut. Las importantísimas ventas con el mismo número de tiendas se incrementó un 4-5 por ciento el pasado año, sin ningún incremento en los precios.

Un reciente informe trimestral incluye un cupón válido para un descuento de 3 dólares en un corte de pelo, que puede ser otro motivo para comprar la acción, pero después de la esquilada que padecí en Boston, creo que voy a declinar la oferta.

Sun TV & Appliances, la compañía de distribución de Ohio, tuvo un año memorable. En 1993, las ventas comparables subieron un 15,2 por ciento y la compañía había abierto 11 nuevas tiendas en los pasados dos años. Tras su triunfo en mercados locales, Sun TV está rumbo a Pittsburgh, Cleveland y Rochester, y pronto entrará en Buffalo y Syracuse. Desplegando sus fuerzas de un extremo a otro de los Grandes Lagos, de esta forma Sun TV dificulta que los competidores se establezcan entre estos lugares. La compañía está creciendo a un 20 por ciento y cotizando por menos de 20 veces los beneficios de 1994, y el precio de la acción se ha doblado en 24 meses. Si el precio sufre en una corrección de mercado, estaría inclinado a comprar más.

General Motors ha sido la menos admirada de las Tres Grandes, pero puede que sea la que tenga mejor rendimiento en los próximos años. Aunque recomendé a los tres grandes fabricantes de automóviles a principios de 1993,

y Chrysler ha tenido un gran año hasta hoy, una razón para que te guste GM es que vende muchos coches en el extranjero. GM se beneficiará cuando Europa salga de la recesión.

Antes del final del actual auge en la compra de coches en los Estados Unidos (todavía hay demanda reprimida, como describimos en «En los cuatro años que transcurrieron entre 1980 y 1983...»), GM también tuvo un resultado decente logrando un beneficio en su negocio doméstico de coches. Con una cuota de mercado del 30 por ciento, debería ser capaz de conseguir beneficios, Ford hace dinero con el 20 por ciento y Chrysler con el 10 por ciento. GM ya ha reorganizado los camiones, y sus divisiones no automovilísticas lo están haciendo bien, así que si la compañía sólo logra el umbral de rentabilidad en coches en Estados Unidos, podría ganar 10 dólares o más por acción.

Éste es un tipo de recuperación diferente del de, digamos, IBM. Para que IBM se recupere, tiene que ganar dinero en el mercado de ordenadores de Estados Unidos.

Fannie Mae está todavía subestimada e infravalorada en Wall Street. Esta compañía es lo más cerca que encontrará de ser un claro ganador. Tiene una cuota creciente en un negocio en auge. Al final de 1993, el precio de la acción era sólo ligeramente superior que en todo el año, a pesar de los tres buenos trimestres de la compañía.

Fannie Mae tenía sólo 3.000 empleados y obtenía 2.000 millones en beneficios. Pocos negocios son más predecibles o medibles. Wall Street siempre está buscando compañías predecibles, que crecen de forma consistente, ¿cuál es el problema con ésta?

Lo último de lo que hay que preocuparse con Fannie Mae es que los bajos tipos de interés golpeen sus ingresos cuando millones de propietarios de viviendas refinancien sus hipotecas. Hace algunos años, la gente estaba preocupada por los altos tipos de interés. A Fannie Mae no le importa dónde están los tipos de interés. Dado que gran parte de su deuda es rescatable, cuando los tipos de interés caen Fannie Mae puede reducir los costes de su financiación. Los ahorros en la deuda compensarán las pérdidas en ingresos por las hipotecas refinanciadas. Los beneficios están protegidos.

Una segunda preocupación es que Fannie Mae se arruinará por la recesión en California, porque el 25 por ciento de las hipotecas que posee o las garantías están en activos inmobiliarios de California. Fannie Mae no resultó perjudicada por la recesión de Texas hace algunos años, pero eso son noticias viejas. Ha endurecido sus estándares de suscripción hipotecaria. El préstamo promedio de Fannie Mae es de 100.000 dólares o menos, y en California sus hipotecas tienen un ratio préstamo sobre valor del 68 por ciento, el más alto de cualquier prestamista en el estado. Su tasa de morosidad ha caído durante 7 años consecutivos, incluso durante la recesión nacional, y actualmente se sitúa en el 0,6 por ciento, un mínimo histórico. Esto no es información privilegiada. Fannie Mae se la envía por correo a cualquier accionista que la solicite.

Una tercera preocupación es que Fannie Mae está relacionada con Sallie Mae, la compañía que gestiona los préstamos universitarios. Sallie Mae recibió duras críticas por parte del presidente Clinton y el Congreso, poniendo en duda su gestión. Ésta es una dudosa afirmación, dado el récord de la oficina postal, pero eso da igual. Los políticos estaban decididos a privatizarla, y lo están consiguiendo.

No obstante, Fannie Mae no tiene nada que ver con Sallie Mae. El año pasado, el Congreso aprobó un proyecto de ley redefiniendo las corporaciones patrocinadas por el gobierno, y Fannie Mae se ha quedado intacta. Los ingresos subieron casi un 15 por ciento en 1993 y se preveía que subieran otro 10-15 por ciento en 1994. Otorga a Fannie Mae una valoración normal en el mercado actual, y es una acción de 120 dólares.

Ya te he traído la información actualizada de las cooperativas de ahorro y préstamos, Eagle, Glacier, First Essex, Germantown, Lawrence, People's Savings Financial y Sovereign. No podría insistir más en las ventajas de invertir en bancos de ahorro mutuos que salen a cotizar.

Hay 1.372 bancos de ahorro mutuo que puede que se conviertan de titularidad pública. Si hay uno en su vecindario, abra una cuenta de ahorro ahí. Si tiene 50.000 dólares y deposita 1.000 en 50 cajas que todavía no son públicas, aumentará sus probabilidades de participar en una conversión. A medida que el número de instituciones de préstamo continúa reduciéndose con

las absorciones y adquisiciones, es una buena apuesta pensar que todos los bancos de ahorro mutuo y cooperativas de ahorro y préstamos serán de titularidad pública.

## Agradecimientos

A John Rothchild, por su increíble talento, trabajo duro y buen humor, que permitió que *Un paso adelante de Wall Street* ocurriese.

A Peggy Malaspina, que desafió todas las suposiciones y jugó un papel crucial en darle forma a las ideas de ambos libros; y a su equipo de investigación, que trabajaron muchas «horas extras» recopilando datos y verificando hechos: Davida Sherman y Andrew Wolf, apoyados por Michael Graber, Christine Coyne, Lyn Hadden y Erik Masci.

A los empleados de Fidelity, en particular a mi asociada Evelyn Flynn, pero también a Bob Hill y el equipo del «Fidelity Chart Room», Guy Cerundolo, Bob Beckwitt, Lauren Allansmith, Phil Thayer y Jacques Perold.

En la búsqueda de los datos, nadie supera al dedicado equipo de Renta Fija de Fidelity y los Centros de Información de Análisis de Renta Variable, especialmente Shawn Bastien, Karen O'Toole y Sheila Collins. Jeff Todd y Christopher Green en el Grupo de Gestión y Análisis de Información nos facilitaron muchos de los gráficos y cálculos de rentabilidades.

Gracias también al editor Bob Bender, su asistente Johanna Li, la supervisora Gypsy da Silva, y al corrector de estilo Steve Messina en Simon & Schuster.

Este libro no existiría sin los esfuerzos de Doe Coover, un agente literario de Boston que reunió la propuesta durante sus diferentes etapas.

John Rothchild agradece también a su agente, Elizabeth Darhansoff. Fue asistido en Miami por Bruce Lemle, que jugó una partida sucia de «bridge duplicado»<sup>30</sup>.

## Notas

1. El terminal Quotron era un dispositivo electrónico que fue el primero en ofrecer las cotizaciones de los mercados bursátiles en una pantalla electrónica en vez de impreso en papel. *(N. del t.)*



2. Jimmy Carter, a pesar de su proclamada condición de devoto cristiano y catequista, concedió una entrevista para la revista *Playboy*, en la que reconocía «he mirado a muchas mujeres con lujuria y he cometido adulterio muchas veces en el fondo de mi corazón». La entrevista llegó a los quioscos un par de semanas antes de las elecciones. (*N. del t.*)

3. El autor se refiere a la edición de este libro publicado en 1993 originalmente en rústica.  
(*N. del t.*)

4. Babe Ruth (1895-1948) fue uno de los mejores jugadores de béisbol de la historia de la MLB. (*N. del t.*)

5. Fue una de las compañías de bienes de consumo más grande del mundo. Entre todos sus negocios destacaba el de la «panadería» industrial. (*N. del t.*)

6. Escritora, poeta y crítica estadounidense, muy conocida por su fino ingenio y su sarcasmo. Desde 1919 fue la principal animadora de la tertulia de escritores, críticos, dramaturgos, actores y periodistas conocida como Mesa Redonda del Algonquín (1919-1929). (*N. del t.*)

7. Son opciones bursátiles. Una opción put es un derecho a vender y la compra de una opción put es la compra del derecho a vender. (*N. del t.*)

8. Son planes de retiro suministrados por el empleador en los que el propio trabajador aporta un determinado porcentaje de su sueldo, porcentaje que puede negociarse con la empresa. Se llaman así porque corresponden al código 401 del equivalente a nuestra Agencia Tributaria. *(N. del t.)*

9. Yo-Yo Ma, de origen franco-estadounidense, es considerado uno de los mejores violonchelistas del mundo. (*N. del t.*)



10. Los *closet indexers* son fondos con un porcentaje tan pequeño de gestión activa que tienen muy pocas posibilidades de batir a sus índices de referencia después de comisiones.  
(N. del t.)

11. Son pastelitos de la repostería francesa (dulces o salados) muy pequeños. (*N. del t.*)

12. Actualmente cuestan 260.000 dólares. (*N. del t.*)

13. Es una región de Estados Unidos en la que se incluye Nueva Inglaterra, la región de los Grandes Lagos y gran parte del Medio Oeste. Conocido como «cinturón de escarcha» por sus gélidas temperaturas. (*N. del t.*)

14. Campeau Corporation fue una compañía canadiense de desarrollo e inversión inmobiliaria que quebró a finales de los años ochenta. (*N. del t.*)

15. Pieza musical de carácter solemne normalmente tocada con una trompeta en funerales y en presencia de la bandera de Estados Unidos. (*N. del t.*)

16. En 1984, después de pasar por los tribunales por comportamiento anticompetitivo, el gigante de la telefonía AT&T se dividió en siete operadores bautizados como Regional Bell Operating Companies o «Baby Bells»: Bell South, Bell Atlantic, Nynex, American Information Technologies, Southwestern Bell, US West y Pacific Telesis. (*N. del t.*)

17. Posición de jugador de béisbol. (*N. del t.*)



18. El titular en inglés «Are the Tree's Roots Withering?» juega con el nombre de la compañía Green Tree (árbol verde). (*N. del t.*)

19. *Moonshine Clog Dancing* es un tipo de baile regional que se practica con zuecos y que produce un ruido similar al claqué. (*N. del t.*)

20. Federal Savings and Loan Insurance Corporation. (*N. del t.*)

21. Empresa de Jets corporativos. *(N. del t.)*

22. Internal Revenue Service: la Agencia Tributaria en Estados Unidos. *(N. del t.)*

23. Libro publicado en 1990 y cuyos autores son Ron Zemke y Dick Schaaf. (*N. del t.*)

24. Juego de naipes originario de España parecido al remigio. (*N. del t.*)

25. «Old Faithful», famoso géiser del parque de Yellowstone. (*N. del t.*)



26. Hace alusión a una conocida viñeta de Charlie Brown. (*N. del t.*)

27. Uno de los fondos de Fidelity. (*N. del t.*)

28. Se refiere a un curso introductorio de Economía universitario. (*N. del t.*)

29. Mítico jugador de béisbol de los Yankees de Nueva York, más conocido como «Scooter». (*N. del t.*)

30. El bridge duplicado es la modalidad más habitual en los clubs de bridge. En España no hay cultura de bridge, por lo que resulta muy difícil su traducción. (*N. del t.*)

*Batiendo a Wall Street*

Peter Lynch

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal)

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita reproducir algún fragmento de esta obra.

Puede contactar con CEDRO a través de la web [www.conlicencia.com](http://www.conlicencia.com) o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

Título original: *Beating the Street*

© del diseño de la portada, Sylvia Sans Bassat, 2017

© Peter Lynch 1993, 1994

© de la traducción, Pablo Martínez, 2017

© Centro Libros PAF, S. L. U., 2017

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAF, S. L. U.

Grupo Planeta, Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)

[www.planetadelibros.com](http://www.planetadelibros.com)

Primera edición en libro electrónico (epub): mayo de 2017

ISBN: 978-84-234-2750-5 (epub)

Conversión a libro electrónico: Newcomlab, S. L. L.

[www.newcomlab.com](http://www.newcomlab.com)

---

COLECCIÓN DE LIBROS DE INVERSIÓN COBAS - DEUSTO

---

BATIENDO  
A WALL  
STREET

---

PETER  
LYNCH



c o b a s  
asset management

**DEUSTO**