

CLÁSICOS DEUSTO DE INVERSIÓN Y FINANZAS

BENJAMIN GRAHAM · DAVID L. DODD

SECURITY ANALYSIS

“Tuve la suerte de tener a Graham y Dodd como profesores.
Ellos y este libro me cambiaron la vida.”

DEL PRÓLOGO DE
WARREN E. BUFFETT

3.^a EDICIÓN

+ TÍTULOS



Security analysis
Principios y técnica

Security analysis

Principios y técnica

Benjamín Graham

Director de Fondos de Inversión
Profesor de Finanzas
Universidad de Columbia

y

David L. Dodd

Profesor asociado de Finanzas
Universidad de Columbia

Sexta Edición

En 1934, BENJAMIN GRAHAM y DAVID DODD cambiaron para siempre la teoría y la práctica de la inversión financiera con la publicación de Security Analysis. El país y, desde luego, el resto del mundo, estaba sumido en la Gran Depresión, un período que provocó una agitación sin precedentes en el mundo de las finanzas. La segunda edición de Security Analysis (1940) está considerada por muchos inversores como la Biblia de los filósofos de la inversión más influyentes de nuestra era.

En el mundo entero, Security Analysis sigue siendo la obra fundamental para profundizar en el análisis de acciones y bonos. Se considera también la Biblia de la inversión en valores. Con motivo del 75 aniversario de Security Analysis, McGraw-Hill se enorgullece de presentar, ahora, esta sexta edición. Además del texto de la edición de 1940, esta ofrece una serie de trabajos prácticos e interesantes escritos por un equipo estelar que incluye a los inversores en valores más importantes de hoy en día, un destacado académico, y prestigiosos periodistas financieros. El resultado es una Biblia contemporánea de las inversiones en valores, con un nuevo diseño que rinde homenaje al diseño original de 1940.

Muchos que ahora han perecido regresarán Y
muchos que ahora son honrados perecerán.

HORACIO, Arte poética

Contenido

Prólogo, por Warren E. Buffett	
Prólogo a sexta edición, por Seth A. Klarman:	
La eterna sabiduría de Graham y Dodd	
Prefacio a la segunda edición	
Prefacio a la primera edición.....	
Introducción a la sexta edición, por James Grant:	
Benjamín Graham y <i>Security Analysis</i> : el trasfondo histórico	
Introducción a la segunda edición: Problemas de la política de inversión	
.....	

PRIMERA PARTE: VISIÓN GENERAL Y ENFOQUE

Introducción a la primera parte, por Roger Lowenstein:	
Lecciones fundamentales	
CAPÍTULO 1	
Ambito y limitaciones del análisis de productos financieros.	
Concepto de valor intrínseco.....	
CAPÍTULO 2	
Elementos fundamentales en el problema del análisis.	
Factores cuantitativos y cualitativos	
CAPÍTULO 3	
Fuentes de información	
CAPÍTULO 4	
Diferencias entre inversión y especulación	

CAPÍTULO 5

Clasificación de productos financieros.....

SEGUNDA PARTE: INVERSIONES DE VALOR FIJO

Introducción a la segunda parte, por Howard S. Marks:

Desentrañando los bonos.....

CAPÍTULO 6

Selección de inversiones de renta fija.....

CAPÍTULO 7

Selección de inversiones de renta fija: principios segundo y tercero

CAPÍTULO 8

Principios específicos para la inversión en bonos

CAPÍTULO 9

Criterios específicos para la inversión en bonos (continuación)

CAPÍTULO 10

Criterios específicos para la inversión en bonos (continuación)

CAPÍTULO 11

Criterios, específicos para la inversión en bonos (final)..

CAPÍTULO 12

Factores especiales en el análisis de bonos de ferrocarriles y suministros públicos.....

CAPÍTULO 13

Otros factores especiales del análisis de bonos

CAPÍTULO 14

Teoría de las acciones preferentes

CAPÍTULO 15

Técnica de selección de acciones preferentes para invertir

CAPÍTULO 16

Income bonds y productos financieros garantizados

CAPÍTULO 17

Productos financieros garantizados (continuación)

CAPÍTULO 18

Pactos de protección y remedios para los titulares
de productos financieros sénior

CAPÍTULO 19

Pactos de protección (continuación).....

CAPÍTULO 20

Medidas de protección de las acciones preferentes.

Mantenimiento del capital júnior.....

CAPÍTULO 21

Supervisión de participaciones de inversión.....

TERCERA PARTE: PRODUCTOS FINANCIEROS PREFERENTES DE CARÁCTER ESPECULATIVO

Introducción a la tercera parte, por J. Ezra Merkin:

Sangre y juicio

CAPÍTULO 22

Emisiones preferentes

CAPÍTULO 23

Características técnicas de los productos financieros preferentes

CAPÍTULO 24

Aspectos técnicos de las emisiones convertibles.....

CAPÍTULO 25

Productos financieros preferentes con *warrants*. Emisiones participativas.

Gestión de cartera y operaciones de cobertura

CAPÍTULO 26

Productos preferentes de seguridad dudosa.....

CUARTA PARTE: TEORÍA DE LA INVERSIÓN DE ACCIONES ORDINARIAS.

EL FACTOR DIVIDENDO.....

Introducción a la cuarta parte, por Bruce Berkowitz:

Déjate llevar

CAPÍTULO 27

Teoría de la inversión en acciones ordinarias

CAPÍTULO 28

Nuevos cánones para la inversión en acciones ordinarias

CAPÍTULO 29

El factor dividendos en el análisis de acciones ordinarias

CAPÍTULO 30

Dividendos en acciones.....

QUINTA PARTE: ANÁLISIS DE LA CUENTA DE RESULTADOS. EL FACTOR BENEFICIOS EN LA VALORACIÓN DE LAS ACCIONES ORDINARIAS

Introducción a la quinta parte, por Glenn H. Greenberg:

En busca de la inversión racional

CAPÍTULO 31

Análisis de la cuenta de resultados

CAPÍTULO 32

Pérdidas excepcionales y otras partidas de la cuenta de resultados.....

CAPÍTULO 33

Manipulaciones para falsear la cuenta de resultados. Ganancias de filiales.

CAPÍTULO 34

Relación entre la amortización y gastos similares
y la capacidad de beneficio

CAPÍTULO 35

Empresa de servicios públicos. Políticas de amortización

CAPÍTULO 36

Gastos de amortización para el inversor.....

CAPÍTULO 37

Importancia del registro de beneficios.....

CAPÍTULO 38

Razones concretas para cuestionar o rechazar los registros
de beneficios pasados.....

CAPÍTULO 39

Price Earnings Ratios (PER) de acciones ordinarias.

Ajustes por cambios de capitalización.....

CAPÍTULO 40

Estructura de la capitalización de la empresa

CAPÍTULO 41

Acciones ordinarias de precio bajo. Análisis de la fuente de beneficios

SEXTA PARTE: ANÁLISIS DEL BALANCE DE SITUACIÓN.

IMPLICACIONES DE LOS VALORES DE ACTIVO ...

introducción a la sexta parte, por Bruce Greenwald:

Descomponiendo el balance general

CAPÍTULO 42

Análisis del balance. Importancia del valor contable

CAPÍTULO 43

Importancia del activo circulante

CAPÍTULO 44

Las implicaciones del valor de liquidación. La relación entre los accionistas y la dirección

CAPÍTULO 45

Análisis del balance (conclusión).....

SEPTIMA PARTE: ASPECTOS ADICIONALES DEL ANÁLISIS FINANCIERO.

DISCREPANCIAS ENTRE EL PRECIO Y EL VALOR .

Introducción a la séptima parte, por David Abrams:

La Gran Ilusión de los mercados de valores y el futuro de la inversión en valores

CAPÍTULO 46

Certificados de opción de compra de acciones.....

CAPÍTULO 47

Coste de financiación y gestión.....	
CAPÍTULO 48	
Aspectos de la piramidación de empresas	
CAPÍTULO 49	
Análisis comparativo de empresas del mismo sector.	
CAPÍTULO 50	
Discrepancias entre precio y valor	
CAPÍTULO 51	
Discrepancias entre precio y valor (continuación)	
CAPÍTULO 52	
Análisis de mercado y análisis de productos financieros.	
OCTAVA PARTE: INVERSIÓN DE VALORES GLOBAL	
Introducción a la octava parte, por Thomas A. Russo:	
Trotando por el mundo con Graham y Dodd.....	
APÉNDICE	
ACERCA DE ESTA EDICIÓN	
AGRADECIMIENTOS.....	
SOBRE LOS COLABORADORES	
SOBRE LOS AUTORES	

Prólogo, por Warren E. Buffett

Hay cuatro libros de mi nutrida biblioteca por los que siento una especial predilección, y todos ellos fueron escritos hace más de cincuenta años. No obstante, seguirían teniendo un enorme valor para mí si los leyera hoy por vez primera; la sabiduría que albergan perdura en sus amarillentas páginas.

Dos de estos libros son primeras ediciones de *La riqueza de Las naciones* (1776), de Adam Smith, y *El inversor inteligente* (1949) de Benjamin Graham. El tercero es, precisamente, una copia original de este libro, *Security Analysis* de Graham y Dodd. Estudié con este libro cuando era alumno de la universidad de Columbia en 1950 y 1951 y tuve la suerte de tener a Ben Graham y a Dave Dodd como profesores. Estos dos hombres y su libro *Security Analysis* cambiaron mi vida.

Desde un punto de vista práctico, lo que aprendí por aquel entonces se convirtió luego en el fundamento sobre el cual se cimentaron todas mis decisiones comerciales y de inversión. Antes de conocer a Ben y a Dave, sentía ya una cierta fascinación por el mercado de valores. Antes de comprar mis primeras acciones a la edad de once años —tardé ese tiempo en reunir los 115 dólares necesarios para realizar la adquisición— había leído todos los libros de la biblioteca pública de Omaha que estaban relacionados con la inversión en Bolsa y descubrí que muchos de ellos eran fascinantes e interesantes, pero que ninguno me resultaba realmente de utilidad.

Sin embargo, mi odisea intelectual terminó cuando conocí a Ben y a Dave, primero a través de sus escritos y luego personalmente. Ellos diseñaron una hoja de ruta para inversiones que he estado siguiendo a lo largo de cincuenta y siete años. No he tenido motivos para buscar otro.

Pero más allá de las ideas que Ben y Dave me proporcionaron, estuvo la amistad, el estímulo y la confianza que irradiaron en mí. No les interesaba lo más mínimo lo que un joven estudiante pudiera darles a cambio, simplemente quedan brindarme toda la ayuda que estaba a su alcance. Esto es, probablemente, lo que más admiro de estos dos autores.

Estaba escrito, desde que nacieron, que serían hombres brillantes; pero ellos, además, eligieron ser amables y generosos.

Los misántropos se habrían sentido confundidos por su conducta. Ben y Dave enseñaron, literalmente, a miles de potenciales competidores, jóvenes que, como yo, estaban dispuestos a comprar valores en oferta o a involucrarse en transacciones de arbitraje, compitiendo directamente con la Graham-Newman Corporation, la compañía de inversiones de Ben. Y más aún, Ben y Dave solían exponer textos y ejemplos actuales de compañías inversoras en sus clases, por lo que, de hecho, hacían prácticamente el trabajo por nosotros. El modo en que se comportaban me dejó una profunda impresión —como en muchos de mis compañeros de clase— al igual que sus ideas. Nos enseñaron no solo cómo invertir con sensatez, sino a vivir sensatamente.

El ejemplar de *Security Analysis* que guardo en mi biblioteca y que utilicé cuando estudiaba en la Universidad de Columbia es el de la edición de 1940. Estoy seguro de que lo he leído por lo menos cuatro veces por lo que, es obvio, que para mí es un libro especial.

Ahora fijémonos, sin embargo, en el cuarto libro que acabo de mencionar, que para mí tiene un valor inestimable. En el año 2000, Barbara Dodd Anderson, la única hija de Dave, me dio el ejemplar de *Security Analysis* que tenía su padre. Se trata de una edición de 1934 y tiene cientos de notas en los márgenes. Fueron anotadas por Dave mientras preparaba la publicación de la edición revisada de 1940. Ningún regalo ha significado tanto para mí.

Prólogo a la sexta edición,
por Seth A. Klarman

La eterna sabiduría de Graham y Dodd

Setenta y cinco años después de que Benjamín Graham y David Dodd escribieran *Security Analysis*, un número considerable de inversores en Bolsa se sienten en deuda con ellos. Graham y David fueron dos pensadores diligentes e inusualmente perspicaces que trataron de poner orden a la inhóspita selva financiera de su tiempo. Encendieron una llama que ha iluminado el camino de los inversores en valores desde entonces. Actualmente, *Security Analysis* sigue siendo una inestimable «hoja de ruta» para los inversores que navegan por esos mercados financieros impredecibles, a menudo volátiles, y a veces traicioneros. Se suele decir que *Security Analysis* es «la Biblia de la inversión en valores» por ser un texto sumamente completo, minucioso y colmado de la sabiduría de la época. A pesar de que muchos de los ejemplos han quedado obsoletos, las lecciones que pueden extraerse de ellos son perennes. Si bien en ocasiones la prosa puede parecer seca, los lectores descubrirán ideas valiosas en prácticamente cada página. Es cierto que los mercados financieros han evolucionado enormemente desde 1934, pero el enfoque de Graham y Dodd sobre la inversión sigue siendo, hoy en día, de una extraordinaria aplicabilidad.

La inversión en valores actual, como en la época de Graham y Dodd, es comprar títulos o activos financieros por menos de lo que valen, es decir, el famoso dólar a cincuenta centavos. Invertir en valores de precio reducido ofrece un «margen de seguridad», un espacio para el error, la imprecisión, la mala suerte, o las vicisitudes de la economía y el mercado de valores. Pese a que algunos podrían considerar erróneamente que la inversión en valores es una herramienta mecánica para identificar oportunidades, en realidad se trata de una filosofía de inversión que hace hincapié en la necesidad de llevar a cabo un análisis profundo, perseguir resultados a largo plazo, limitar el riesgo, y resistirse a la psicología de masas.

Hay muchas personas que desean invertir en Bolsa para ganar dinero rápidamente, pero esta mentalidad lleva implícita cierta especulación, en vez de una propia voluntad de invertir, y se basa en la esperanza de que los precios de las acciones suban al margen de su capitalización. Por lo general, los especuladores consideran las acciones trozos de papel con los que comerciar, y los separan erróneamente de la realidad comercial y los criterios de valoración. Los enfoques especulativos —que prestan muy poca o ninguna atención al riesgo depreciativo— son especialmente populares en los mercados emergentes. En épocas de prosperidad, muy pocos inversores conservan rigor suficiente como para ceñirse a los estrictos estándares de valoración y prevención del riesgo, sobre todo cuando la mayoría de los inversores que abandonan estos estándares planteamientos se enriquecen en un abrir y cerrar de ojos. A fin de cuentas, es muy fácil confundir el talento con la dinámica de un mercado al alza.

En los últimos años, algunas personas han tratado de ampliar la definición de «inversión» para referirse a cualquier activo que haya aumentado su valor (o lo aumente en un futuro próximo) y su precio: obras de arte, sellos insólitos o una bodega. Puesto que estos artículos no tienen un valor fundamental comprobable, no generan un *cashflow* presente ni futuro, y por lo tanto su valor depende por completo del capricho de los compradores; por ello se convierten en artículos especulativos y no en inversiones.

A diferencia del afán del especulador por obtener rápidos beneficios, los inversores en valores demuestran su aversión al riesgo en su lucha por evitar las pérdidas. Para un inversor que evita el riesgo, el beneficio percibido de una ganancia se sopesa con el coste percibido de una pérdida por un valor equivalente. Cuando todos hayamos acumulado un mínimo de capital, el beneficio adicional de ganar más suele verse eclipsado por el temor de tener menos.¹ Imaginemos de qué modo responderíamos ante la propuesta de tirar una moneda al aire que duplicara nuestro valor neto o lo anulara por completo. Si se quiere evitar el riesgo, casi todas las personas optarían por rechazar educadamente dicha propuesta. El temor al riesgo es una característica inherente en la naturaleza humana. Sin embargo, muchos prefieren no hacer caso a esta tendencia y no les importa el riesgo cuando escuchan el canto de las sirenas de la especulación bursátil.

¹ Graham observó que perder dinero también podía acarrear daños psicológicos. La ansiedad derivada por una debacle financiera provocada por una pérdida reciente o el miedo a sufrir una pérdida en el futuro puede incapacitarnos para aprovechar la siguiente oportunidad que se nos presente en el camino. Si una acción infravalorada pierde la mitad de su valor mientras que los valores fundamentales —después de efectuar diversas comprobaciones— permanecen inalterables, deberíamos aprovechar la oportunidad de comprar más valores «rebajados». Pero si nuestro valor neto ha sucumbido con el precio de la acción, puede ser difícil a nivel psicológico situarse en esa posición ganadora.

Los inversores en valores no consideran los títulos de Bolsa instrumentos especulativos sino una participación patrimonial en la base subyacente de un negocio o bien una fracción de su deuda. Dicha orientación resulta clave para entender la inversión en valores. Cuando se ofrece una pequeña parte de un negocio a un precio reducido, resulta de gran utilidad valorarlo como si todo el negocio se pusiera a la venta. Esta medida analítica ayuda a los inversores en valores a centrarse en su afán por obtener resultados a largo plazo en lugar de buscar la rentabilidad de sus anotaciones diarias de transacciones en el parque.

La raíz de la filosofía de Graham y Dodd reside en el principio de que los mercados financieros son, en última instancia, los creadores de oportunidades. A veces los mercados tasan correctamente los títulos y valores, pero en otras ocasiones no es así. De hecho, a corto plazo, el mercado puede ser bastante ineficaz, y registra notables variaciones entre el precio y el valor subyacente del producto. Los movimientos inesperados, un crecimiento de la incertidumbre y los flujos de capital pueden reforzar la volatilidad del mercado a corto plazo con unos precios que sobresalgan en ambas direcciones.² Según Graham y Dodd: «La cotización [de un valor] suele ser un elemento esencial, de modo que una acción [...] pueda contar con un mérito de inversión a un nivel de cotización pero no en otro». Graham nos enseña que las personas que consideran el mercado como una especie de balanza —un tasador preciso y eficiente de valor— forman parte del grupo de inversores que se deja llevar por las emociones. Sin embargo, los que consideran el mercado como una máquina de votar —un concurso de popularidad motivado por los sentimientos— estarán mejor posicionados para aprovecharse adecuadamente de las oscilaciones del sentir del mercado.

Si bien a veces parece que cualquiera puede ser un inversor en valores, las características esenciales de este tipo de inversor —paciencia, disciplina y cautela ante el riesgo— pueden estar determinadas genéticamente. Cuando uno conoce este tipo de actividad, o vibra con él o no. O eres capaz de ser paciente y disciplinado o no. Como afirmó Warren Buffett en su famoso artículo «Superinversores de villa Graham y Dodd»: «Resulta extraordinario que la idea de comprar billetes de dólar por cuarenta centavos tenga la capacidad de captar de inmediato o no la

² Sin embargo, a largo plazo, cuando los inversores efectúan un análisis fundamental, y los directivos de empresa explican sus estrategias y gestionan sus estructuras de capital, los precios de las acciones suelen desplazarse hacia el valor subyacente de los negocios. En definitiva, las acciones que se cotizan muy por debajo del valor de base atraerán a los cazadores de ofertas y, en última instancia, a los compradores de empresas, reforzando así la tendencia hacia la eficiencia de la cotización de las acciones a largo plazo. Pero esta tendencia siempre está sujeta a interrupción por las fuerzas a corto plazo de la codicia y el temor.

atención de las personas. Es como las vacunas. Si no despierta el interés de una persona, puedes hablarle de eso durante años, mostrarle informes, pero no servirá de nada». ³*⁴ Si *Security Analysis* zumba en tus oídos —si puedes resistirte a la especulación y cruzarte de brazos de vez en cuando— entonces es que sientes una cierta predisposición hacia la inversión en valores. Si no es así, este libro te ayudará, al menos, a entender dónde encajas en el variado panorama de las inversiones, lo que te permitirá comprender la mentalidad de la comunidad que invierte en valores.

Relevancia actual

Quizás el mayor logro de *Security Analysis* —publicado por vez primera en 1934 y revisado en la aclamada versión de 1940—, es que sus lecciones son eternas. Generaciones enteras de inversores en valores han adoptado las enseñanzas de Graham y Dodd y las han aplicado en muy diversos entornos de mercado, en distintos países y en diferentes tipos de activos, lo que, indudablemente provocaría la satisfacción de sus autores, que confiaban en poder establecer los principios que «soportarían la prueba del siempre enigmático futuro» (Prefacio a la primera edición).

En 1992, Tweedy, Browne Company LLC, una conocida sociedad de inversiones en valores, publicó una recopilación de cuarenta y cuatro estudios de investigación, titulada: «Qué ha funcionado en el campo de la inversión». Dicho estudio descubrió que lo que realmente funcionaba era muy sencillo: las acciones baratas (medidas en valores *deprice-to-book*, es decir, en su relación precio-valor contable, en valores de precio-beneficios o en dividendos) superaban en fiabilidad y rentabilidad a las acciones caras, y las que no rendían (a lo largo de períodos de entre tres y cinco años) acababan superando a las que habían rendido bien en los últimos tiempos. En definitiva, que la inversión valor funciona. No conozco a ningún inversor experimentado que lamente haber defendido una filosofía basada en los valores, y pocos profesionales que aceptan los principios fundamentales abandonan este planteamiento sobre la inversión por otro distinto.

³ «Los superinversores de villa Graham y Dodd», *Hermes*, revista de Columbia Business School, 1984.

⁴ Mi propia experiencia ha sido exactamente tal como Buffett la describe. Mi empleo, en el verano de 1978¹ en Mutual Shares, un fondo común de inversión sin recargos y basado en el valor, marcó el rumbo de mi carrera profesional. La liquidación planificada de Telecor, en 1980, y las consecuencias que acarreeó en su empresa subsidiaria, Electro Rent, me inculcaron las ventajas de llevar a cabo un análisis de inversión fundamental. En realidad, un comprador de acciones de Telecor estaba realizando una inversión en las acciones de Electro Rent, una empresa de alquiler de equipamiento que crecía muy rápidamente, a una cotización muy barata que ascendía aproximadamente a una vez el *cashflow*. Tu primera inversión valor es algo que jamás se olvida.

Hoy en día, cuando lees cómo Graham y Dodd navegaron por los mercados financieros de la década de 1930, parece que estemos inmersos en una época extraña y anticuada de depresión económica, en donde predominaba cierta aversión al riesgo extremo y los negocios eran turbios y obsoletos. Sin embargo, la descripción que ellos ofrecen es considerablemente más valiosa de lo que parece a simple vista. A fin de cuentas, cada nuevo día tiene el potencial de contribuir a un entorno extraño y desconocido. Los inversores tienden a suponer que los mercados de mañana se parecerán mucho a los de hoy, y eso es lo que suele ocurrir la mayor parte del tiempo. Sin embargo, de vez en cuando,⁵ los parámetros conocidos se alteran por completo, el razonamiento circular pierde su centro, los precios vuelven a bajar y la gestión especulativa queda al descubierto. Cuando esto sucede, cuando el «ahora» no se asemeja al «ayer», muchos inversores no saben qué hacer. Según Graham y Dodd: «Todo este tiempo nos hemos esforzado por advertir al estudiante de los peligros que entraña lo superficial y lo temporal», que es «un engaño y un azote para el mundo de las finanzas» (Prefacio a la primera edición.) Durante los períodos tumultuosos, la filosofía de las inversiones en valores es especialmente beneficiosa.

En 1934, Graham y Dodd habían sido testigos a lo largo de cinco años de lo mejor y lo peor que podían ofrecer los mercados: la antesala de la crisis de 1929, el crac de octubre de ese mismo año, y los efectos devastadores de la Gran Depresión. Idearon un plan para que los inversores pudieran discernir, en cualquier entorno, entre cientos o incluso miles de acciones ordinarias, acciones preferentes y bonos, y escoger las que ofrecieran mejores posibilidades de inversión. Resulta curioso que su planteamiento sea básicamente el mismo que los inversores en valores emplean hoy en día. Los mismos principios que se aplicaron en la Bolsa de Estados Unidos y en los mercados de bonos durante las décadas de 1920 y 1930 se aplican en los mercados globales de capital de principios del siglo xxi, en tipos de activos menos líquidos como el mercado inmobiliario, en inversiones que no cotizan en Bolsa, e incluso en títulos derivados que apenas existían cuando se escribió *Security Analysis*.

Pese a que las fórmulas como el clásico test de «capital circulante neto» son necesarias para refrendar un análisis de inversión, la inversión de valor en sí no es un ejercicio teórico.⁶ Es preciso tener siempre una cierta dosis de escepticismo y capacidad crítica. En primer lugar, no todos los

⁵ La crisis de los créditos desencadenada por las pérdidas de las hipotecas basura que empezó en julio de 2007 es un ejemplo reciente y muy elocuente de ello.

⁶ Graham y Dodd recomendaron que los inversores compraran acciones que abarcaran menos de dos tercios del «capital circulante neto», definido este como capital circulante exento de otras cargas. Muchas acciones se amoldaron a este criterio durante los años de la Gran Depresión, pese a que ahora sean más bien escasas.

elementos que inciden en el valor se plasman en los balances financieros de una empresa —los inventarios pueden volverse obsoletos y las cuentas por cobrar pueden ser irrecuperables—, a veces los pasivos no quedan reflejados y los valores en propiedad se cuentan a la alza o a la baja. En segundo lugar, la tasación es un arte, no una ciencia. Puesto que el valor de un negocio depende de numerosas variables, solo puede valorarse dentro de un rango determinado. Y en tercer lugar, los resultados de todas las inversiones dependen hasta cierto punto del futuro, que no puede predecirse con exactitud. Por esta razón, incluso las inversiones analizadas con esmero no siempre consiguen beneficios. A veces, una acción resulta barata por una buena razón: por un modelo de negocio fallido, deudas ocultas, un litigio que lleva mucho tiempo en los tribunales o un administrativo corrupto o incompetente. Los inversores siempre deben actuar con precaución y humildad, buscando incansablemente información adicional, ya que nunca se conocen todos los datos de una empresa. En última instancia, los inversores en valores más solventes combinan la investigación minuciosa del negocio y la labor de evaluación con unas notables dosis de paciencia y disciplina infinita, un análisis de sensibilidad bien planificado, la honestidad intelectual y con los años de experiencia en el terreno analítico y de inversión.

Curiosamente, los principios de la inversión de valor de Graham y Dodd tienen una aplicación más allá de los mercados financieros. Por ejemplo, incluyen, el mercado de las estrellas del béisbol, tal como se refleja de manera elocuente en el libro *Moneyball* de Michael Lewis, publicado en 2003. El mercado de los jugadores de béisbol, al igual que el de las acciones y bonos, es ineficiente prácticamente por las mismas razones. Tanto en las inversiones como en el béisbol, no existe una única forma de calcular el valor, ninguna medida que revele todos los datos. En ambos casos se acumula muchísima información, pero no existe un consenso general sobre cómo evaluarla. Los directivos de ambas disciplinas suelen malinterpretar los datos que tienen a su alcance, llevan a cabo análisis incorrectos y llegan a conclusiones inexactas. En el béisbol, igual que en el mercado de valores, muchas veces se paga más por el temor a ser distinto del resto y ser criticado por ello. Suelen tomarse decisiones por razones emotivas, no racionales. Se vuelven desenfrenados; son presas del pánico. En ocasiones, su orientación es abiertamente a corto plazo. No alcanzan a comprender qué es la reversión de la media y qué no. Los inversores en valores en el béisbol, al igual que sus homólogos en el mercado de valores, se han caracterizado por un rendimiento desigual a lo largo del tiempo. Aunque Graham y Dodd no aplican los principios del valor al béisbol, la aplicación de sus hallazgos al mercado deportivo es una muestra de la universalidad y durabilidad de este enfoque.

La inversión en valores en la actualidad

En tiempos de la Gran Depresión, el mercado de valores y la economía nacional estaban en una peligrosa situación de riesgo. Los movimientos descendentes en las cotizaciones de las acciones y en la actividad comercial se producían de forma inesperada y podían ser graves y prolongados. Los optimistas se daban de bruces con las circunstancias de la realidad. En cierto sentido, ganar era una cuestión de no perder. Los inversores podían lograr un margen de seguridad al comprar acciones de empresas que se ofrecían muy por debajo de su valor subyacente, y necesitaban un margen de seguridad por lo que pudiera salir mal; y a menudo salía mal. Incluso en el peor de los mercados, Graham y Dodd permanecieron fieles a sus principios, comprendida su idea de que la economía y los mercados atraviesan de vez en cuando ciclos dolorosos que deben soportarse de la mejor manera posible. En esos oscuros días, los autores expresaron su confianza en que la economía y el mercado de valores acabarían remontando: «Mientras escribíamos el libro, teníamos que enfrentarnos a la convicción generalizada de que la debacle financiera iba a constituir el orden predominante» (Prefacio a la primera edición).

Evidentemente, del mismo modo que los inversores deben abordar ciclos a la baja cuando los resultados del negocio se deterioran y las acciones baratas pierden aún más valor, también deben soportar ciclos al alza cuando las oportunidades son escasas y abunda el capital de inversión. En los últimos años, la trayectoria de los mercados financieros ha sido sumamente satisfactoria comparada con la media de los históricos, y ha logrado atraer grandes cantidades de capital nuevo que exige la gestión de los directivos. Hoy en día, una parte importante de ese capital —que puede ascender a billones de dólares en total— invierte con un enfoque basado en el valor. Ello incluye a numerosas empresas de gestión de activos basadas en el valor y en fondos mutuos, en algunos de los nueve mil *hedge funds*⁷ que existen en la actualidad, y en varias instituciones universitarias de prestigio y empresas de pequeños inversores.

En este sentido, es importante remarcar que no todos los inversores en valores son iguales. En el artículo antes mencionado, «Superinversores de villa Graham y Dodd», Buffett describe a numerosos inversores de éxito que cuentan con carteras muy distintas: algunos atesoran oscuras acciones del mercado informal, mientras que otros se centran en el universo de las grandes acciones; algunos cuentan con acciones de empresas internacionales, mientras que otros se concentran en el sector de un único mercado, como el inmobiliario o el energético; algunos emplean pantallas

⁷ *Hedge funds* se conoce en español como «fondos de inversión libre», aunque su traducción literal sea «fondos de cobertura». (*N. de la T*)

de ordenador para localizar, a nivel estadístico, las empresas más baratas, mientras que otros analizan el «valor del mercado privado», el importe que el comprador de una empresa pagaría por toda la compañía; algunos son activistas que luchan compulsivamente para que se produzca un cambio de mentalidad en el sector, mientras otros buscan títulos a buen precio con un buen catalizador —un derivado, una venta de activos, un plan a gran escala de una recompra de acciones o un nuevo equipo directivo— para la ejecución total o parcial del valor subyacente. Por supuesto, como ocurre en cualquier profesión, unos inversores en valores tienen más talento que otros.

En definitiva, la comunidad inversora en valores ya no está compuesta de un pequeño grupo de defensores de la causa, como ocurría décadas atrás. La competitividad puede tener un poderoso efecto correctivo en las ineficiencias del mercado y la cotización incorrecta. Hoy en día contamos con numerosos inversores de éxito que se han capitalizado notablemente: ¿cuáles son las perspectivas de un profesional de ese tipo? Mejores de las que cabría esperar en un principio, y por muchas razones. En primer lugar, incluso dentro de la creciente comunidad de los inversores en valores, hay muchos más en el mercado que tienen muy poco o nada en cuenta los valores. La mayoría de directivos, incluidos los inversores que lo son por inercia, los inversores de crecimiento y los tasadores de mercado, presta muy poca atención a los criterios de valor, pues prefiere concentrarse casi en exclusiva en la tasa de crecimiento de los beneficios de una empresa, en la inercia de la cotización de sus acciones o simplemente en su inclusión en el índice de un mercado. En segundo lugar, prácticamente todos los directivos financieros de hoy en día, incluidos algunos desdichados directivos en valores, se ven obligados por presiones de rendimiento (reales o imaginarias) en el sector inversionista a contar con un horizonte de inversión absurdamente corto que, en ocasiones, no es más que un trimestre de calendario, un mes, o incluso menos. Una estrategia de valor sirve de poco a un inversor impaciente porque los productos suelen tardar tiempo en rendir resultados.

Por último, la naturaleza humana es inmutable. Las manías en el mercado de capital se dan con cierta frecuencia a gran escala: las acciones japonesas a finales de los años ochenta, las acciones en el sector de la tecnología e Internet en 1999 y 2000, los préstamos hipotecarios de alto riesgo en 2006 y 2007, y las inversiones alternativas de hoy en día. Resulta siempre difícil adoptar un planteamiento contrario al convencional. Incluso los inversores muy competentes pueden flaquear ante el inexorable mensaje que envía el mercado de que están equivocados. Las presiones para sucumbir son enormes; numerosos directivos en el ámbito de las inversiones temen perder el negocio si se alejan demasiado de la

mayoría. Algunos tampoco logran acaparar valor porque se han atado de manos (ellos mismos o a causa de sus clientes) con limitaciones que les impiden adquirir acciones que se vendan baratas, acciones de capital limitado, acciones de empresas que no pagan dividendos o están perdiendo dinero o títulos de deuda con *ratings* por debajo del grado de inversión.⁸ Muchos son también los que se dedican a las técnicas de gestión y «maquillan» las cuentas de sus carteras de valores al final de cada trimestre o venden las acciones poco rentables (aunque coticen por debajo de su valor) mientras compran más acciones a la alza (aunque estén sobrevaloradas). Desde luego, para los inversores en valores que dispongan de una verdadera orientación a largo plazo, es una buena noticia que numerosos y posibles competidores se equivoquen por limitaciones que les imposibilitan o les frenan para poder competir en condiciones.

Otra razón por la cual la competitividad a gran escala no detiene a los inversores en valores de hoy en día se debe a que el panorama de las inversiones es más amplio y diverso que en el que ellos operan. Graham solo tuvo que lidiar con un número reducido de acciones comerciales en Bolsa y títulos de deuda. En la actualidad, existen miles de acciones en Bolsa solo en Estados Unidos, y muchas decenas de miles en todo el mundo, sin contar los miles de bonos corporativos y títulos de deuda de activos. Los activos que hace años eran poco líquidos, como los préstamos bancarios, ahora cotizan en Bolsa con regularidad. Los inversores también pueden elegir entre una serie prácticamente ilimitada de títulos derivados, entre los cuales se encuentran los contratos personalizados que se realizan para satisfacer cualquier necesidad o capricho.

Sin embargo, los veinticinco años de rendimiento satisfactorio en la Bolsa han creado un mercado que está lejos de cotizarse a buen precio. Las tasaciones elevadas y la intensa competitividad amenazan con generar escasos beneficios en los inversores en valores en general. Asimismo, algunas empresas que se dedican a las inversiones en valores han incrementado su tamaño, y el volumen puede revertir en contra de la rentabilidad de las inversiones porque la toma de decisiones se ralentiza debido a la burocracia, y las pequeñas oportunidades no hacen avanzar el negocio.

Por otro lado, debido a que un número creciente de analistas competentes, tanto compradores como vendedores, ejercen su oficio

⁸ Otra clase de limitación es la «norma del hombre prudente», que es un concepto legal que divide a las inversiones permisibles de las que no lo son. A mediados y a finales de la década de 1970, muchos fueron los que consideraron que esta norma impedía una excesiva exposición al mercado bursátil. Desde entonces, la prudencia se ha convertido en un objetivo móvil, mientras los inversores, que se han sentido más cómodos a lo largo del tiempo por las acciones de sus homólogos, han invertido en clases de activos más exóticos y poco líquidos.

valiéndose de una sofisticada tecnología de la información, es poco probable que las acciones se extravíen por el camino y pierdan gran parte de su valor.⁹ Los inversores en valores de hoy en día no encontrarán grandes oportunidades si van solo armados con un listado de acciones o repasando las tablas de títulos en los periódicos. Pese a que de vez en cuando se esconde una oportunidad a plena luz del día, lo más probable es que los títulos de hoy se coticen poco cuando sin querer se pasan por alto o se evitan deliberadamente. Como consecuencia de ello, los inversores han tenido que ser cuidadosos a la hora de llevar a cabo sus análisis. A principios de la década de 2000, por ejemplo, los inversores se llevaron una gran decepción con los procedimientos de asignación de capital de muchas empresas de Corea del Sur que muy pocos consideraban como candidatos para una inversión sólida. El resultado fue que las acciones de numerosas empresas de Corea del Sur comerciaban con grandes descuentos de las tasaciones internacionales predominantes: a dos o tres veces el *cash flow*, menos de la mitad del valor de negocio subyacente, y, en algunos casos, menos del *cash* (neto de deuda) que se refleja en sus estados de cuentas. Las emisiones a buen precio, como Poseo y SK Telecom, acabaron por atraer a muchos buscadores de valores; al parecer, Warren Buffett sacó un buen beneficio de una serie de títulos surcoreanos.

Los inversores de hoy en día también encuentran oportunidades en las acciones y bonos de empresas estigmatizadas en Wall Street debido a su implicación en interminables litigios, escándalos, fraudes contables o dificultades financieras. A veces las acciones de estas empresas comercian a la baja alcanzando niveles que constituyen realmente una oportunidad, por lo que se convierten en buenas inversiones para quienes son capaces de no perder la cabeza cuando las cosas no salen bien. Por ejemplo, la deuda de Enron, tal vez la empresa más desacreditada del mundo después de que un escándalo contable la abocara a la bancarrota en 2001, comerciaba a la baja a diez centavos de dólar de la demanda; se cree que la recuperación multiplica por seis esa cantidad. Asimismo, en los últimos años, las tabacaleras o las empresas que comercian con amianto se han visto muy presionadas para vender, debido a la incertidumbre que han desencadenado sus litigios y, como consecuencia, el riesgo de debacle financiera. Por lo general, las empresas que decepcionan o sorprenden a los inversores con resultados más bajos de los esperados, las que cambian bruscamente de equipo directivo, las que acarrear problemas

⁹ Las grandes innovaciones en tecnología han puesto mucha más información y capacidad analítica a disposición de todos los inversores. Sin embargo, esta democratización no ha beneficiado a los inversores de valor. Como la información está ampliamente disponible y a buen precio, algunas de las ineficacias más notables del mercado se han corregido. Desarrollar fuentes innovadoras de ideas y de información, como las que ofrecen los asesores de negocio y los expertos industriales, se ha convertido en un factor de gran importancia.

administrativos o escasas cotizaciones tienen más probabilidades de convertirse en buenas oportunidades de inversión que las empresas solventes.

Cuando las oportunidades escasean, los inversores en valores deben armarse de paciencia; comprometer los estándares suele ser una receta que conduce al desastre. Siempre surgirán nuevas oportunidades, aunque no sepamos dónde ni cuándo. A falta de opciones atractivas, se puede reservar al menos una parte de la cartera de valores en equivalentes en *cash* (por ejemplo, títulos del Tesoro de Estados Unidos), pues mientras se espera para realizar una operación ventajosa, esta puede ser la opción más sensata. Warren Buffett comentó recientemente que tiene más *cash* para invertir que buenas inversiones. Tal como deberían hacer todos los inversores en valores de vez en cuando, Buffett espera pacientemente.

Aun así, los inversores son sobre todo analistas y tienen la capacidad de evaluar todos los títulos basándose en aspectos fundamentales. No necesitan que todo el mercado esté rebajado, sino solo un 20 o un 25% de títulos que no estén relacionados entre sí, lo que constituye una cantidad suficiente para diversificar el riesgo. Incluso en un mercado caro, los inversores deberán seguir analizando títulos y evaluando distintos negocios para obtener un conocimiento y una experiencia que, en el futuro, les será de gran utilidad. Por lo tanto, los inversores no deberían intentar controlar los tiempos del mercado o adivinar si este subirá o bajará a corto plazo, sino que, por el contrario, deberían aplicar un planteamiento de base inductivo, de abajo hacia arriba, que les permitiera ir en busca de las oportunidades en los mercados financieros y, luego, comprarlas, independientemente del nivel o de la trayectoria del mercado o de la economía. Solo cuando los inversores no puedan encontrar oportunidades deberían retener su *cash*.

Un enfoque flexible

Teniendo en cuenta que los fundadores de Estados Unidos no pudieron prever —sabían que eso no era posible— los cambios tecnológicos, sociales, culturales y económicos del futuro, redactaron una constitución flexible que sigue guiándonos más de dos siglos después. Del mismo modo, Benjamín Graham y David Dodd reconocieron que no podían anticipar los cambios comerciales, económicos, tecnológicos y competitivos que iban a predominar en el ámbito de las inversiones a lo largo de los siguientes años. Sin embargo, también ellos escribieron un tratado flexible que nos proporciona las herramientas para poder funcionar en el terreno de las inversiones, que estaba destinado —y sigue estándolo aún— a experimentar un cambio profundo e impredecible.

Las empresas de hoy en día, por ejemplo, venden productos que Graham y Dodd ni siquiera podían haber imaginado. De hecho, hay empresas y compañías que jamás lo habrían concebido. *Security Analysis* no ofrece ejemplos de cómo tasar a las compañías de telefonía móvil, a las empresas de software, a los proveedores de televisión por cable o a los buscadores en Internet, sino que ofrece las herramientas analíticas para poder evaluar a prácticamente cualquier empresa, tasar el valor de sus títulos comerciables y determinar la existencia de un margen de seguridad, así como aborda también las cuestiones de solvencia, liquidez, previsibilidad, estrategia comercial y riesgo a lo largo de los diversos tipos de negocios, épocas y naciones.

Graham y Dodd no trataron concretamente el modo de tasar negocios particulares o cómo determinar el valor de toda una empresa en lugar del valor de una fracción de su interés mediante la titularidad de sus acciones.¹⁰ Sin embargo, sus principios analíticos pueden aplicarse con eficacia también a estas diversas cuestiones. Los inversores deben preguntarse: ¿cuán estable es la empresa y cuáles son sus perspectivas de futuro? ¿Cuáles son sus ganancias y su *cash flow*? ¿Cuál es el cálculo del riesgo de tenerla en propiedad? ¿Cuál es su valor de liquidez? ¿Cuán capaces y honestos son sus directivos? ¿Qué precio pagarías por las acciones de esta empresa si cotizara en Bolsa? ¿Qué factores podrían inducir al propietario de este negocio a vender el control del mismo a un precio muy rebajado?

Del mismo modo, los dos autores nunca abordaron el modo de analizar la compra de un edificio de oficinas o un bloque de apartamentos. Las oportunidades en el mercado inmobiliario surgen por las mismas razones que las oportunidades de los títulos de Bolsa: la necesidad acuciante de *cash*, la incapacidad de realizar un análisis riguroso, una perspectiva macro a la baja o la negligencia del inversor. En un clima desfavorable para el sector inmobiliario, el ajuste de los modelos de préstamo puede provocar que las propiedades saludables se vendan, incluso, a un mal precio. Los principios de Graham y Dodd —como la estabilidad del *cash flow*, la suficiencia de los beneficios y el cálculo del riesgo a la baja— nos permiten identificar las inversiones inmobiliarias con un margen de seguridad en cualquier entorno de mercado.

Del mismo modo, los productos derivados y complejos que no existían hace unas cuantas décadas pueden analizarse con la mirada de un inversor en valores. Si bien en la actualidad los agentes de Bolsa suelen tasar las

¹⁰Pero tuvieron en cuenta los méritos relativos del control corporativo del que goza el propietario de un negocio particular en comparación con el valor de la comercialización de una acción cotizada.

opciones de compraventa a través del modelo de Black-Scholes, pueden utilizarse también los preceptos de la inversión en valores —potencial al alza, riesgo a la baja y las probabilidades de incidencia de situaciones distintas— para analizar estos títulos de valores. De hecho, una opción barata puede presentar las características favorables de los beneficios del riesgo en una inversión valor, independientemente de lo que prescriba el modelo Black-Scholes.

Inversión institucional

Posiblemente el cambio más importante en el panorama de las inversiones a lo largo de los últimos setenta y cinco años sea el predominio de la inversión institucional. En la década de 1930, los inversores particulares dominaban el mercado de valores. En cambio, hoy en día, los inversores institucionales desarrollan la mayor parte de la actividad del mercado, como grandes fondos de pensión, créditos hipotecarios a largo plazo, y capital individual global. Pese a que la llegada de estos grandes fondos de capital casi permanente puede haber desencadenado la adopción a gran escala de un enfoque orientado al valor a largo plazo, en realidad esta promesa no se ha materializado aún en hechos concretos. Sin embargo, la inversión institucional ha evolucionado hacia una especie de carrera de rentabilidad a corto plazo, lo cual dificulta que los directivos de las instituciones adopten posturas contrarias o a largo plazo. De hecho, en lugar de permanecer al margen de la mayoría y sufrir posiblemente resultados decepcionantes a corto plazo que incitarían a los clientes a retirar el capital, los inversores institucionales suelen preferir una rentabilidad asegurada y mediocre que pueda lograrse siguiendo a la mayoría.

Las inversiones alternativas —una categoría muy amplia que incluye capital de riesgo, la compra de activos, acciones de capital privado y *hedge funds*— son la actual moda institucional. Ningún tratado de inversión escrito hoy en día podría pasar por alto dichas cuestiones.

Impulsados por las presiones de la rentabilidad y la creciente expectativa de escasos (e inadecuados) beneficios de las acciones tradicionales e inversiones en deuda, los inversores institucionales han buscado un alto rendimiento y la diversificación asignando, para ello, buena parte de sus créditos hipotecarios a largo plazo y sus fondos de pensiones a productos alternativos. El libro *Pioneering Portfolio Management*, escrito en el año 2000 por David Swensen —el innovador directivo del Departamento de Inversiones de Yale—, defiende a ultranza las inversiones alternativas. Swensen señala las cotizaciones

históricamente ineficientes de muchos tipos de activos¹¹, los beneficios históricamente elevados del ajuste del riesgo en numerosos directivos alternativos y la limitada correlación del rendimiento entre alternativas y otras clases de activos. El autor destaca la importancia de la selección del directivo que busca alternativas al observar la amplia dispersión de los beneficios alcanzada entre actores de la parte alta del cuartil y los del tercer cuartil. Muchos gestores de créditos hipotecarios a largo plazo han seguido los consejos de Swensen, comprometiéndose a efectuar inversiones alternativas en condiciones mucho peores y en un clima más competitivo que cuando él decidió profundizar en este campo.

Graham y Dodd habrían mostrado su profunda inquietud ante el compromiso de prácticamente todos los créditos hipotecarios a largo plazo que ofrecen las grandes oportunidades de una inversión alternativa: el capital riesgo. Los autores del planteamiento sobre la inversión que propugna un margen de seguridad no encontrarían amparo alguno en todo el universo del capital riesgo.¹² Pese a que a menudo surgen perspectivas de abundantes ganancias en el capital riesgo, también existen muchas probabilidades de fracaso. Incluso con la diversificación que ofrece un fondo de riesgo, no queda claro cómo podemos analizar las inversiones subyacentes para determinar si el posible beneficio justifica el riesgo asumido. Por lo tanto, la inversión en capital de riesgo se trataría de una simple especulación, sin ningún tipo de margen de seguridad. Los *hedge funds* —un área próspera de interés institucional en la que se gestionan 2 billones de activos— son bolsas de capital que varían ampliamente en cuanto a su modo de proceder, pero poseen una estructura común de cuotas que suelen rendir al directivo entre un 1 y un 2% anual de activos gestionados y un 20% (a veces más) de todos los beneficios generados. Estos hicieron su aparición en la década de 1920, cuando Ben Graham en persona administró uno de los primeros *hedge funds*.

¿Qué dirían Graham y Dodd sobre los *hedge funds* que operan en los mercados de hoy en día? Probablemente, mostrarían su desacuerdo con

¹¹ Muchos inversores cometen el error de pensar en las ganancias de las distintas clases de activos como si estas fueran permanentes. Las ganancias no son algo intrínseco de una clase de activo; se producen como resultado de la dinámica fundamental de los negocios subyacentes, así como del precio que pagan los inversores por los títulos vinculados a ellos. El capital que fluye hacia una clase de activo puede, a modo de reflejo, impedir la capacidad de los inversores en ese activo de seguir generando las ganancias previstas e históricamente atractivas.

¹² Tampoco lo encontrarían en la compra apalancada de activos, en virtud de la cual se compran negocios a precios elevados recurriendo a la financiación con préstamos y una capa muy fina de capital real. La única explicación relacionada con la inversión en valores para recurrir al capital riesgo y a las compras apalancadas de activos sería si esas opciones de compra estuvieran mal tasadas. Aun así, no queda claro que estas áreas constituyan un buen valor.

aquellos que realizan inversiones basadas en valoraciones macroeconómicas o que persiguen estrategias especulativas a corto plazo. Estos fondos, al intentar evitar o incluso vender títulos infravalorados para participar en una u otra locura, crean *sin querer oportunidades para los inversores. La escasez de liquidez, la falta de transparencia, el tamaño enorme, el endeudamiento implícito y las abultadas cuotas de algunos *hedge funds* activarían todas las alarmas. No obstante, es muy posible que Graham y Dodd abogaran por limitar el riesgo según una inversión en particular, puesto que ellos también creían que la diversificación y los fondos cubiertos podrían proteger la desvalorización de toda una cartera de valores. Esto es lo que pretende la mayoría de *hedge funds*. Si bien estos retienen títulos individuales que, considerados por sí solos, pueden implicar un nivel incómodo de riesgo, intentan contrarrestar los riesgos de toda una cartera mediante la venta a corto plazo de títulos parecidos pero mejor valorados mediante la compra de opciones a la venta de títulos concretos o índices de mercado, y a través de una adecuada diversificación (aunque muchos gestores pecan de un exceso de diversificación, quedándose con muy pocas ideas que funcionan y muchas de calidad mediocre). De este modo, una cartera con *hedge funds* podría, en teoría al menos, presentar indicios de posibles ganancias con un riesgo limitado, algo que sus componentes individuales no tienen.

Avances modernos

Tal como hemos dicho anteriormente, el análisis de los negocios y los títulos de valores, con el paso de los años, se han vuelto cada vez más complicados. La tecnología de las hojas de cálculo, por ejemplo, permite efectuar modelos más sofisticados que no eran posibles hace tan solo una generación. El lápiz de Benjamín Graham, sin duda alguna uno de los más afilados de su tiempo, hubiera quedado obsoleto hoy en día. La tecnología, además, también puede emplearse para mal, pues los modelos informáticos requieren una serie de supuestos sobre el futuro que pueden generar una falsa precisión, de la que tanto recelaba Graham. Si bien él estaba interesado en empresas que generaban beneficios regulares, el análisis que se realizaba en esa época era menos elaborado a la hora de averiguar por qué algunas ganancias de una misma empresa son más sólidas que otras. Los analistas de hoy en día prestan no solo mayor atención a los negocios sino también a los modelos de negocio; el impacto general que han provocado los cambios en los ingresos, los márgenes de beneficios, la mezcla de productos y otras variables son cuidadosamente estudiados por los directivos y los analistas financieros. Los inversores saben que los negocios no existen en un vacío; las acciones de los competidores, de los proveedores, y de los clientes pueden ejercer un gran

impacto en la rentabilidad de la empresa y, eso, debe tenerse realmente en cuenta.¹³

A lo largo de los años, hemos podido observar también otro cambio importante de mentalidad en el hecho de que mientras Graham se fijaba en las ganancias de la empresa y los dividendos como indicadores de la salud de una empresa, la mayoría de inversores en valores de hoy en día analizan el *cash flow* libre. Esto quiere decir el activo disponible que se genera anualmente a partir de las operaciones de un negocio después de restar todas las inversiones en activos no corrientes y de tener en cuenta los cambios en el capital circulante. Los inversores consideran ese parámetro porque los datos sobre las ganancias pueden ser una ficción contable que oculte el *cash flow* que genera un negocio o pueden suponer la generación positiva de *cash* cuando en realidad no existe. Actualmente los inversores han llegado a la conclusión de que seguir el *cash flow* —tal como debe hacer el directivo de un negocio— es la forma más fiable y reveladora de valorar una empresa.

Hoy en día, además, muchos inversores consideran el análisis del estado de cuentas menos importante de lo que se consideraba tiempo atrás. Si tenemos en cuenta que las ganancias sobre el capital son mucho más elevadas ahora que en el pasado, muchas acciones se cotizan por encima de su valor contable y el análisis del balance no resulta tan útil para comprender el potencial al alza o el riesgo a la baja de las acciones cotizadas a esos niveles. Los efectos de la inflación sostenida a lo largo del tiempo también han causado estragos en la fiabilidad de los activos que supuestamente utilizan el coste histórico. Eso significa que dos empresas que posean activos idénticos podrían presentar valores contables muy distintos. Evidentemente, los balances de cuentas tienen que analizarse con rigurosidad de todos modos. Los observadores perspicaces de los estados de cuentas de las empresas suelen ser los primeros en detectar el deterioro de un negocio o su vulnerabilidad cuando se acumulan los inventarios y las cuentas deudoras, cuando crece la deuda y se evapora el activo disponible. Para los inversores de acciones y deudas de las empresas que cojean, el análisis del estado de cuentas sigue siendo, por lo general, una garantía para evaluar la protección ante el riesgo.

La globalización ha afectado cada vez más al panorama financiero,

¹³El catedrático Michael Porter, de la Harvard Business School, en su libro de referencia *Estrategia y ventaja competitiva* (Ediciones Deusto, 2005), realiza un trabajo preliminar para un análisis más intensivo, completo y dinámico de los negocios y las industrias en la economía moderna. El análisis industrial amplio se ha hecho especialmente necesario como resultado de la aprobación en el año 2000 de la Normativa FD (Fair Disclosure), que regula y restringe las comunicaciones entre una empresa y sus actuales o posibles accionistas. Los analistas de Wall Street, enfrentados a la escasez de información de las compañías con las que trabajan, se han visto obligados a ampliar sus áreas de investigación y análisis.

puesto que la mayoría de inversores miran más allá de sus propios países con el fin de buscar oportunidades y diversificarse. Los principios de Graham y Dodd se aplican totalmente a los mercados internacionales que están, en cualquier caso, todavía más supeditados a los altibajos del sentimiento inversor —y por tanto se valoran de forma ineficiente— de lo que está el mercado estadounidense de hoy en día. Los inversores deben ser conscientes de los riesgos de la inversión internacional, incluida la exposición a las divisas extranjeras y la necesidad de considerar su protección. Otros riesgos son la inestabilidad política, las distintas (o ausentes) leyes de inversión en Bolsa y sus medidas de protección, los diferentes modelos contables y la disponibilidad limitada de la información.

Curiosamente, a pesar de los setenta y cinco años de éxitos alcanzados por los inversores en valores, un grupo de observadores ignora en gran medida o desacredita esta disciplina: los académicos. Estos tienden a crear teorías elegantes que pretenden explicar el mundo real pero que, de hecho, lo simplifican en exceso. Una de estas teorías, la Hipótesis del Mercado Eficiente (HME), sostiene que las cotizaciones de los valores siempre reflejan de inmediato toda la información disponible, una idea que contrasta con la noción de Graham y Dodd de que el análisis fundamental de valores resulta muy útil. El Capital Asset Pricing Model (CAPM) relaciona el riesgo con los beneficios, pero siempre confunde las fluctuaciones con el riesgo. La Modern Portfolio Theory (MPT) ensalza los beneficios de la diversificación a la hora de crear una cartera óptima de clientes, pero cuando insiste en el hecho de que los beneficios que elevados solo llegan con un incremento del riesgo, la TCM repudia toda la filosofía de la inversión en valores y su registro a largo plazo de rendimiento inversor ajustado al riesgo. Los inversores no tienen tiempo para estas teorías por lo que, generalmente, las ignoran.

Las suposiciones planteadas por estas teorías —que incluyen los mercados continuos, la información perfecta, y los costes de transacción bajos o inexistentes— no son realistas. Los académicos, por lo general, están tan sumergidos en sus propias teorías que no pueden aceptar el hecho de que funcione la inversión en valores. En lugar de profundizar en los estudios para comprender la extraordinaria trayectoria inversora de cincuenta años de duración de Warren Buffett, los académicos prefieren considerarla una aberración. Ultimamente se ha prestado más atención a la economía de la conducta, un ámbito que reconoce que las personas no siempre actúan de un modo racional y que tienen ciertos prejuicios cognitivos y sistemáticos que contribuyen a las ineficiencias del mercado y a una cotización incorrecta de las acciones. Estas enseñanzas —que a Graham no le resultarían ajenas— aún no han arraigado en la corriente

académica predominante, pero están cobrando cierto impulso.

Los académicos han matizado sus teorías fallidas durante varias décadas. Miles de estudiantes han aprendido que el análisis fundamental es inútil, que el riesgo es el equivalente a la volatilidad y que los inversores deben evitar el exceso de concentración en buenas ideas (porque en los mercados eficientes no pueden darse las buenas ideas) para diversificarse en ideas mediocres o malas. Desde luego, para los inversores en valores, la difusión de estas teorías académicas ha sido muy gratificante: el lavado de cerebro de generaciones enteras de jóvenes inversores produce las mismas ineficiencias que los agentes de Bolsa perspicaces pueden aprovechar.

Otro factor importante que los inversores en valores deben tener en cuenta es la creciente propensión que tiene la Reserva Federal para intervenir en mercados financieros al primer indicio de problemas. En un período grave de turbulencias, la Reserva Federal suele reducir los tipos de interés para subir los precios de las acciones y restablecer la confianza del inversor. Pese a que la intención de los funcionarios de la Reserva Federal es la de mantener el orden en los mercados de capital, algunos directivos financieros consideran la intervención de la Reserva como una especie de licencia para especular. Las tácticas agresivas de la Reserva —también conocidas como «la opción Greenspan» (ahora «la opción Bernanke») — crean un riesgo moral que alimenta la especulación al tiempo que prolonga la valoración al alza. Siempre que los inversores no se sientan atraídos hacia una falsa sensación de seguridad, siempre que puedan mantener un horizonte a largo plazo y asegurar su permanencia, las alteraciones del mercado provocadas por la acción de la Reserva (o por la anticipación del inversor) puede ser una fuente de oportunidades.

Otro cambio moderno y relevante es la constante cobertura televisiva de la situación de los mercados. Esta frenética locura exagera la orientación a corto plazo de la mayoría de inversores. Fomenta la perspectiva de que es posible, o incluso necesario, tener una opinión sobre cualquier dato relativo a los mercados financieros, en comparación con el planteamiento paciente y notablemente selectivo que defendían Graham y Dodd. Esta cultura tan informativa refuerza la impresión popular de que invertir es fácil y que no se trata de una actividad rigurosa y costosa. Los animados expertos comentan a diario las recuperaciones y los niveles récord del mercado y se compadecen cuando este sufre un revés, por lo que los espectadores tienen la impresión de que los mercados solo pueden subir, y que vender o quedarse a la expectativa es una falta de patriotismo. La cantinela histórica se agrava a diario. Por ejemplo, la cadena CNBC suele utilizar una pantalla formateada que actualiza constantemente el nivel de los principales índices de mercado junto a un reloj digital. El tiempo no solo aparece en horas, minutos y segundos, sino en centésimas

de segundos, algo del todo inútil. Los números se suceden tan rápido que se vuelven ilegibles. La única finalidad de ese contador es captar la atención del espectador y hacer subir su adrenalina hasta límites insospechados.

Los canales de televisión por cable acercan la mentalidad de la mayoría al del gran público, lo que dificulta que los espectadores se distancien de la masa. Solo las cadenas financieras de televisión por cable permiten que un comentarista enloquecido se convierta en toda una celebridad cuyos pronunciamientos inciden regularmente en los mercados. En un mundo en el que las diferencias entre invertir y especular son a menudo confusas, el sinsentido de los canales financieros de televisión por cable solo agrava el problema. Graham se habría horrorizado. Lo único que las salva es que los inversores prosperan a expensas de quienes caen presas del hechizo de los expertos televisivos. Mientras tanto, la naturaleza humana asegura prácticamente que nunca exista un canal dedicado a Graham y a Dodd.

Preguntas sin responder

Los inversores de hoy en día siguen batallando, tal como Graham y Dodd hicieron en su día, con una serie de importantes preguntas relacionadas con la inversión. Una de ellas es si es preciso centrarse en el valor relativo o absoluto. El valor relativo cuestiona por qué un título es más barato que otro, es decir, si Microsoft es mejor ganga que IBM. El valor relativo es más fácil de determinar que el valor absoluto, el análisis de si un valor es más barato que otros y si es suficientemente barato como para merecer la compra. Los inversores más intrépidos en valores relativos administran *hedge funds*, compran los títulos relativamente más baratos y venden los más caros con un margen más estrecho. Esto, en teoría, les permite aprovecharse de ambas situaciones, sea a corto o a largo plazo. Por el contrario, también los expone a pérdidas importantes si sus criterios son equivocados.¹⁴

Es más difícil pensar en el valor absoluto que en el valor relativo. ¿Cuándo una acción es lo suficientemente barata para comprar y conservar sin una venta a corto plazo como fondo de alto riesgo? Una de las medidas consiste en comprar cuando un valor comercia con un descuento considerable, por ejemplo de un 30 o un 40%, incluso más, de su valor subyacente, calculado como valor de liquidez, de viabilidad o como valor del mercado privado (el valor de una tercera parte entendida pagaría razonablemente por el negocio). Otra medida estándar consiste en invertir

¹⁴ Muchos *hedge funds* utilizan un apalancamiento significativo para estimular sus ganancias, lo cual revierte contra ellos cuando el análisis es defectuoso o fallan los criterios de interpretación.

cuando un valor ofrece unos beneficios lo suficientemente atractivos a un titular a largo plazo, como un bono de bajo riesgo valorado para rendir un 10% o más, o una acción con un *cash flow* libre que rinda entre un 8 y un 10% o más en un momento en los que los bonos del gobierno estadounidense «libres de riesgo» rinden entre un 4 y un 5 de valor nominal y entre un 2 y un 3% de ganancias reales. La exigencia de estas medidas asegura prácticamente que el valor absoluto será bastante escaso.

Otro aspecto que suelen cuestionarse los inversores es la definición de lo que constituye un buen negocio. En una ocasión, alguien dijo que el mejor negocio posible es una estafeta de correos donde los clientes puedan enviar dinero. Esta idea se ha visto eclipsada con la creación de sitios web por suscripción que aceptan tarjetas de crédito. Los negocios más rentables de hoy en día son aquellos en los que vendes una cantidad fija de producto elaborado —por ejemplo, una pieza de software o un disco de éxito— varios millones de veces a un coste marginal muy bajo. Los buenos negocios suelen ser los que interponen fuertes barreras de entrada, los que exigen un capital limitado, los que cuentan con clientes fieles, los que tienen un riesgo bajo de obsolescencia tecnológica, los que ofrecen abundantes posibilidades de crecimiento, y, por lo tanto, tienen un significativo *cash flow* que va en aumento.

Los negocios también están sujetos a cambios en el ámbito tecnológico y competitivo. A causa de Internet, la competitividad que acecha al negocio de la prensa —considerado excelente hace una década— se ha erosionado más rápido de lo que muchos habían previsto. En esta era de cambios tecnológicos que se suceden a gran velocidad, los inversores deben adoptar una actitud vigilante, incluso con las empresas que no trabajan en el campo de la tecnología pero que, de algún modo, se ven afectadas por ella. En definitiva, los buenos negocios de hoy pueden no ser los de mañana.

Los inversores realizan también un esfuerzo considerable al intentar evaluar la calidad de la dirección de una empresa. Algunos directivos son más capaces o escrupulosos que otros, y algunos son capaces de administrar mejor determinados negocios y entornos que otros. Aun así, tal como apuntaron Graham y Dodd, «las pruebas objetivas de capacidad directiva son escasas y distan mucho de ser científicas». Que no nos quepa la menor duda: la perspicacia, la visión, la integridad y la motivación de un directivo ejercen una notable influencia en los beneficios que se derivan a los accionistas. En la época actual de agresiva ingeniería financiera, los directivos tienen a su alcance muchas herramientas de presión para generar ganancias, entre las cuales se incluyen la recompra de acciones, una utilización prudente del «apalancamiento» o compra con emisión de deuda y un enfoque de las adquisiciones basado en criterios valorativos.

Los directivos que no están dispuestos a tomar decisiones favorables para sus accionistas se arriesgan a que sus empresas sean consideradas «trampas de valor»: se valoran a la baja, pero al final acaban siendo inversiones pobres porque los activos se emplean por debajo de sus posibilidades. Dichas empresas suelen atraer a inversores activistas que buscan liberar este valor atrapado. Y lo que es aún más difícil, los inversores deben decidir si asumen el riesgo de invertir —a cualquier precio— con equipos de gestión que no siempre han

rendido bien ante sus accionistas. Las acciones de estas empresas pueden vender con grandes descuentos, pero quizás esa rebaja sea merecida; el valor que, hoy en día, pertenece a los accionistas, mañana puede haberse evaporado o malgastado.

Una de las dificultades para los inversores es calcular el valor de un futuro crecimiento. En el prólogo a la primera edición de *Security Analysis*, los autores hicieron el siguiente comentario: «Algunas cuestiones de vital importancia, como por ejemplo, determinar las perspectivas futuras de una empresa, han recibido poca atención, puesto que no se puede decir mucho sobre este tema que tenga un valor definido» (Prefacio a la primera edición).

Evidentemente, una empresa que gane (o registre un *cashflow* libre) 1 dólar por acción, en la actualidad, y 2 dólares por acción en cinco años vale considerablemente más que una empresa con idénticas ganancias por acción pero sin crecimiento. Se trata de un dato significativo si el crecimiento de la primera empresa tiene intenciones de continuar y si no está sujeto a una gran variabilidad. Otra cosa es que las empresas pueden crecer en muchas direcciones distintas —por ejemplo, vendiendo el mismo número de unidades a un precio elevado; vendiendo más unidades al mismo precio (o menos); cambiando la mezcla de producto (vendiendo proporcionalmente más los productos con mayores márgenes de beneficios); o desarrollando una línea de producto completamente nueva; por supuesto, algunas formas de crecimiento merecen más la pena que otras.

No obstante cuando se paga más por el crecimiento o, lo que es peor, cuando uno se obsesiona con él surge un grave inconveniente. Graham y Dodd observaron con gran acierto que «el análisis se preocupa principalmente de los valores que están refrendados por hechos y no de los que dependen en gran medida de expectativas» Ambos se inclinaban por lo real, y no por lo posible, y consideraban el «futuro como una amenaza que deben contemplar las conclusiones de un analista en vez de considerarlo la fuente de sus valoraciones». Los inversores deben prestar especial atención a no centrarse en el crecimiento a expensas de todo lo

demás, incluido el riesgo a pagar de más. Graham y Dodd también acertaron en este punto con su advertencia de que «llevado a su extremo lógico [...] no existen precios demasiado elevados para una buena acción, ni la garantía de que ese valor sea igual de “seguro” cuando llega a 200 que cuando estaba a 25». Precisamente, se cometió este error cuando los precios de las acciones ascendieron a principios de 1970 y se produjo la burbuja de las punto com de los años 1999 y 2000.

El error de crecer a cualquier precio salta a la vista cuando el crecimiento previsto no logra materializarse. Cuando el futuro decepciona, ¿qué deberían hacer los inversores? ¿Esperar a que se produzca ese crecimiento? ¿O abandonar y vender? De hecho, las acciones que no crecen suelen ser abandonadas de mala manera por sus desdichados titulares y su precio desciende hasta niveles en los que los inversores, que no suelen prestar demasiada atención al modelo del crecimiento, se convierten en sus titulares mayoritarios. Eso fue lo que ocurrió con muchas acciones en tecnología que sufrieron graves descensos tras el estallido de la burbuja de las punto com en primavera de 2000. En el 2002, cientos de acciones tecnológicas que habían caído comerciaban por menos del valor del activo circulante en sus estados de cuentas, una situación idílica para un inversor en valores. Una de estas empresas fue Radvision, un proveedor israelí de productos audiovisuales y de registro de datos cuyas acciones pasaron de cotizarse por menos de 5 dólares a valer casi 25 después de que aminorara la venta urgente y los inversores se centraran en los aspectos fundamentales.

Otro problema para los inversores en valores es saber cuándo tienen que vender. Comprar oportunidades es la clave de todo inversor, aunque el límite de estos descuentos aceptables puede resultar un tema complejo de debate. Vender es más difícil porque implica a títulos que se aproximan a su cotización plena. Al igual que en las compras, los inversores necesitan cierta disciplina para vender. En primer lugar hay que marcarse objetivos, y, una vez estos se han establecido, deberían ajustarse con regularidad para que reflejen toda la información disponible en ese momento. En segundo lugar, los inversores particulares deben considerar las consecuencias impositivas de sus operaciones. Y en tercer lugar, el hecho de que la inversión de un profesional sea total o parcial puede incidir en la urgencia de reunir el *cash* de un paquete de acciones cuando este se acerca a su tasación plena. La disponibilidad de mejores oportunidades también puede incitar a vender. Por último, los inversores deberían alejarse por completo de un título cuando este alcanza su valor pleno; poseer títulos sobrevalorados es un asunto de los especuladores. Lo normal es que los inversores empiecen a vender a un 10 o 20% de descuento según su tasación del valor subyacente, basado en la liquidez del valor, la posible

presencia de un catalizador que desarrolle ése valor, la calidad de la gestión, el riesgo y la deuda del negocio subyacente, y el nivel de confianza de los inversores respecto a las suposiciones que subyacen a la inversión.

Por último, los inversores necesitan abordar el complejo tema del riesgo. Tal como hemos mencionado anteriormente, los académicos y muchos inversores profesionales han llegado a definir el riesgo en función de la letra griega «beta», que utilizan como medida de la volatilidad del precio de la acción en el pasado: una acción más volátil históricamente se considera más arriesgada. Sin embargo, para los inversores, que tienden a pensar en el riesgo como la probabilidad y la cantidad de posibles pérdidas, estos razonamientos son absurdos. De hecho, una acción volátil puede volverse profundamente infravalorada, convirtiéndose en una inversión de muy escaso riesgo.

Una de las preguntas más acuciantes para los inversores en valores es en cuánto riesgo deben incurrir. Un aspecto relacionado con esta pregunta está relacionado con el peso del posicionamiento de ese riesgo y su impacto en la diversificación de la cartera de valores. ¿Cuántas oportunidades atractivas puedes permitirte? Naturalmente, los inversores desean aprovecharse al máximo de sus buenas ideas, pero ese impulso se ve aminorado por el temor a equivocarse o a no tener suerte. Sin embargo, los inversores deberían concentrar sus títulos en sus mejores ideas: si eres capaz de distinguir entre una buena y una mala inversión, entonces también sabrás distinguir entre una inversión excelente y otra buena.

Los inversores deben reflexionar también sobre los riesgos de invertir en países políticamente inestables, así como en las incertidumbres relacionadas con las divisas, los tipos de interés, y las fluctuaciones económicas. ¿Qué cantidad de capital se desea vincular a Argentina o Tailandia, o incluso a Francia o Australia, sin importar cuán infravaloradas estén las acciones en esos mercados?

Otra consideración del riesgo para los inversores es si hay que recurrir al «apalancamiento» o no, es decir, a la compra con emisión de deuda. Pese a que algunos *hedge funds* orientados hacia el valor, e incluso algunos créditos hipotecarios a largo plazo, emplean esta estrategia para incrementar sus beneficios, tiendo a compartir la posta de aquellos que no desean incurrir en los riesgos añadidos que son intrínsecos a la deuda de margen. Del mismo modo que el apalancamiento realza las ganancias de las inversiones de éxito, también amplía las pérdidas de los títulos que no funcionan. Y lo que es más importante, la deuda de margen sin derecho a reclamación incrementa el riesgo hasta niveles inaceptables, ya que pone en peligro la propia posibilidad de permanecer en el mercado. Una

consideración relacionada con el riesgo debería predominar sobre todas las demás: la capacidad de dormir bien por las noches porque tienes la certeza de que tu posición financiera es segura pase lo que pase en el futuro.

Consideraciones finales

En un mercado a la alza, todo el mundo gana dinero y la filosofía del valor no parece imprescindible. Sin embargo, debido a que no existe un modo certero de predecir la actitud del mercado, es prudente seguir una filosofía de valor en todo momento. Si los inversores controlan el riesgo y limitan las pérdidas mediante un análisis exhaustivo, aplicando una disciplina estricta y armándose de infinita paciencia, podrán esperar buenos resultados con escaso riesgo. Estos inversores no suelen enriquecerse de la noche a la mañana, pero conservan lo que tienen, y si el futuro de la inversión en valores se asemeja a su pasado, el dinero llegará poco a poco. Teniendo en cuenta la dinámica de las estrategias de inversión, esta trayectoria es la mejor que puede esperar cualquier inversor razonable.

El auténtico secreto de la inversión es que no tiene secretos. Cualquier aspecto importante de la inversión en valores se ha puesto a disposición del público en numerosas ocasiones, empezando con la primera edición de *Security Analysis* en 1934. El hecho de que muchas personas no siguieran su planteamiento clásico y prácticamente infalible garantiza el éxito de quienes deciden adoptarlo. Las debilidades de la naturaleza humana que afloran como consecuencia de la persecución de la riqueza inmediata y de las ganancias obtenidas sin esfuerzo seguirán siempre con nosotros. Siempre y cuando existan personas que sucumban a este aspecto de su naturaleza, la inversión valor seguirá siendo, tal como ha sido en los últimos setenta y cinco años, un sistema sensato y poco arriesgado de invertir satisfactoriamente a largo plazo.

SETH A. KLARMAN

Boston, Massachusetts, mayo de 2008

Prefacio a la segunda edición

El período de seis años transcurrido desde la primera edición de esta obra constituye la excusa, por no decir la necesidad, de esta presente reedición exhaustiva. En el mundo económico, las cosas suceden demasiado deprisa como para permitir a los autores estar mucho tiempo tranquilos. El impacto de una guerra mundial añade una razón especial a nuestro problema. En la medida en que tratamos con políticas de inversión, podemos tan solo insinuar la importancia de la guerra para el futuro. En cuanto al propio análisis de productos financieros, las nuevas incertidumbres pueden complicar el tema de estudio, pero no deben alterar sus bases ni sus métodos.

Hemos revisado el texto y hemos tenido en cuenta una serie de consideraciones. Había puntos flacos por corregir y algunas observaciones por sustituir. Hay que tener en cuenta el reciente desarrollo en el mundo financiero, en concreto los efectos de la regulación por parte de la SEC (Securities and Exchange Commission o Comisión Nacional del Mercado de Valores). La persistencia de tipos de interés bajos justifica el asentamiento de un nuevo enfoque a propósito de este tema; la consolidación de la confianza básica de Wall Street en las tendencias nos impulsa, además, a hacer una crítica más exhaustiva, aunque no distinta en su esencia, de esta moderna filosofía de la inversión.

Si bien insistir demasiado en ejemplos actuales puede acabar provocando algo parecido a un efecto boomerang, y siendo conscientes de que los años pasan rápido, hemos utilizado estas nuevas ilustraciones tal como ocurrirían a autores que escriben entre 1939 y 1940. Sin embargo, hemos considerado también que muchos de los antiguos ejemplos que desafiaban el futuro cuando se propusieron por primera vez podrían ahora tener cierta utilidad como verificadores de las técnicas propuestas. Por ello, hemos tomado una de nuestras propias ideas y nos hemos aventurado a considerar la consecuencia de todos nuestros ejemplos interrelacionados de 1934 como si fuera un «test de laboratorio» del análisis práctico de productos financieros. Las referencias a cada uno de estos casos, tanto en el texto como en las notas, pueden ayudar al lector a realizar algunos tests propios suyos con los criterios del analista de productos.

La ampliación del libro es el resultado en parte de un mayor número de ejemplos y en parte de la adición de materiales aclaradores en muchos puntos, pero sobre todo de un método ampliado para el análisis rápido así como de numeroso material estadístico nuevo que hace referencia a la exposición de todos los sectores industriales que aparecen en la Bolsa de Nueva York (NYSE). Se ha conservado la clasificación general del libro, aunque algunos de los que lo usan como libro de texto sugirieron lo contrario. Consideramos, no obstante, que el orden de los capítulos puede modificarse con la lectura sin demasiados problemas para complacer a los que prefieren empezar, por ejemplo, con la teoría y la práctica del análisis de acciones ordinarias.

BENJAMÍN GRAHAM Y DAVID L. DODD
Nueva York, Nueva York 1940

Prefacio a la primera edición

Este libro está pensado para todas aquellas personas a interesadas seriamente por los valores de productos financieros. Sin embargo, no va dirigido a un público totalmente profano, puesto que presupone cierta familiaridad con la terminología y con los conceptos más sencillos de las finanzas. El ámbito de la obra es más amplio de lo que su título puede sugerir. No solo trata sobre los métodos de análisis de las emisiones concretas, sino también de los principios generales de selección y protección de las participaciones de fondos. Por consiguiente, hemos hecho especial hincapié en diferenciar la inversión del planteamiento especulativo, así como en la comprensión de los derechos y los intereses reales de los inversores en títulos preferentes y de los titulares de acciones ordinarias.

El criterio básico, aunque no exclusivo, al dividir la obra en varios* temas, ha sido el de la importancia relativa. Hay asuntos de importancia vital, por ejemplo, la determinación de las perspectivas futuras de una empresa, a los que se les ha dedicado poco espacio porque sobre este tema puede decir poco que tenga un valor definitivo. Otros asuntos, en cambio, se han minimizado porque resultan de fácil comprensión. Sin embargo hemos hecho hincapié en la técnica para descubrir emisiones ganga por encima de su importancia relativa dentro del conjunto de las inversiones porque, en esta actividad es donde mejor se aplica el talento específico del analista de productos financieros. Del mismo modo, hemos prestado también especial atención a las características de las emisiones de productos preferentes (convertibles, etc.) porque la importancia que se les da en los libros de texto estándar es actualmente bastante inadecuada, teniendo en cuenta su amplio desarrollo en los años recientes.

No obstante, hemos deseado que esta fuera una obra más crítica que descriptiva. Nos preocupan básicamente los conceptos, los métodos, los criterios, los principios y, por encima de todo, el razonamiento lógico. Hemos enfatizado la teoría, no por ella en sí misma, sino por su valor en la práctica. Hemos intentado evitar aquellos criterios que fueran demasiado rigurosos en su aplicación o métodos técnicos que resultan ser más problemáticos de lo que pueden aportar.

El principal problema de esta obra ha sido de perspectiva: fusionar las experiencias divergentes del pasado reciente y remoto en una síntesis que resista la prueba del enigmático futuro. Cuando la estábamos escribiendo tuvimos que luchar contra la tan extendida convicción de que la debacle financiera iba a ser el orden permanente. Al publicarla, hemos visto cómo afloraba el punto débil de toda la vida del inversor: que el dinero le quema en los bolsillos. Sin embargo, es el inversor conservador quien, más que nadie, precisa que le recuerden constantemente las lecciones de 1931-1933 y las caídas anteriores. Porque lo que llamaremos inversiones de valor fijo solo se pueden elegir debidamente si se enfocan —en palabras de Spinoza— «desde el punto de vista de la calamidad». Al tener que tratar con otros tipos de compromisos financieros, nos hemos esforzado por proteger al estudiante frente al énfasis excesivo en lo superficial y temporal. Veinte años de experiencia en Wall Street han enseñado al autor veterano que este exceso de énfasis es, al mismo tiempo, el delirio y la perdición del mundo de las finanzas.

Finalmente, nuestra gratitud más sincera a los muchos amigos que nos han animado y ayudado en la preparación de esta obra.

BENJAMÍN GRAHAM Y DAVID L. DODD
Nueva York, Nueva York, mayo de 1934

Introducción a la sexta edición,
por James Grant

Benjamín Graham y *Security Analysis*: el trasfondo histórico

El mundo estaba muy distraído cuando McGraw-Hill publicó la primera edición de *Security Analysis* en julio de 1934. Desde Berlín llegaban escasas noticias de un cambio radical en las altas esferas del gobierno alemán. «Simplificará inmensamente toda la labor del Führer si deja de preguntar a los demás si puede hacer esto o lo otro», escribió Associated Press el 1 de agosto al citar a un informador sobre el ascenso de Hitler al poder, cuando este se convirtió en dictador y dejó de ser canciller. Inmerso en unos acontecimientos que marcaron época, un libro de 727 páginas sobre las ventajas de la inversión en valores parecía poco probable que se convirtiera en un supervenias, tanto en aquel entonces como también años más tarde.

En su autobiografía, *The Memoirs of the Dean of Wall Street*, publicada postumamente, Benjamín Graham (1894-1976) agradeció a su buena estrella el haber entrado en el negocio de las inversiones en la época que le tocó vivir. El momento no parecía muy propicio cuando apareció la primera edición de *Security Analysis*, ni tampoco cuando se publicó la segunda edición —ampliada y revisada— seis años después. Desde su cumbre en 1929 hasta su punto más bajo en 1932, el promedio del índice industrial Dow Jones había perdido el 87% de su valor. En 1933, la tasa de desempleo en todo el país, a causa de una espiral cíclica a la baja, alcanzó el 25%. Los cronometradores de la Oficina Nacional de Investigación Económica consideraron que la Gran Depresión acabó ese año. Sin embargo, millones de estadounidenses, incluidos los pocos que intentaban ganarse la vida a costa de una arruinada Wall Street, tenían razones para dudar de esa opinión. El mercado a la baja y la práctica cancelación de los créditos a principios de la década de 1930 provocaron la erosión paulatina de las instituciones financieras estadounidenses. Y lo que quedó de ellas fue mal gestionado por la primera administración de Roosevelt. Graham había aprendido su oficio en Wall Street antes de la década de 1920, en una época de mercados poco regulados. Empezó a trabajar en la redacción de *Security Analysis* cuando la administración de Herbert Hoover ofreció

al país los primeros atisbos de una profunda intervención federal de la economía en tiempos de paz. Podría decirse que Graham estaba corrigiendo las pruebas de su libro mientras la administración de Roosevelt llevaba a la práctica sus primeras incursiones radicales en el ámbito de la gestión macroeconómica. En 1934, se aprobaron varias leyes con el objetivo de instaurar una regulación federal de los mercados de valores, un seguro federal para los depósitos bancarios y controles federales en los precios (no un límite máximo en los precios, como ocurriría posteriormente en épocas inflacionarias, sino proveerlos de un sustento). Con el fin de impulsar los precios, el gobierno federal devaluó el dólar. El hecho de que *Security Analysis* no haya perdido su vigencia a pesar de los altibajos de los diversos ciclos económicos constata la perdurable calidad de) pensamiento de Graham y la resistencia de los mercados financieros de Estados Unidos.

Cinco meses después de la publicación de la primera edición, Louis Rich decidió escribir una reseña en el *New York Times*. ¿Quién sabe? Quizás este crítico tan concienzudo leyó todas y cada una de sus páginas. En cualquier caso, Rich despotricó del libro con cierta aflicción. «Suponiendo —escribió el 2 de diciembre de 1934— que, a pesar de la debacle de la historia reciente, aún existan personas cuyo dinero agujerea sus bolsillos, cabe esperar que tengan tiempo de leer este libro. Se trata de un extenso texto de investigación académica, meticuloso y meritorio, que destaca por su sagacidad práctica. Si bien adopta la forma y el espíritu de un libro de texto, la presentación de esta obra está dotada de todas las cualidades que pueden captar el vivo interés del lector profano en esta materia».

El modo en que unos cuantos «profanos en la materia» podían interesarse por el ámbito de la inversión fue calando hondo en Wall Street en los años de escasez que siguieron al crac de 1929. Precisamente cuando parecía que el volumen de transacciones en Bolsa no podía reducirse ya más, que los precios base de la Bolsa de Nueva York no podían bajar más o que las cotizaciones de las acciones no podían ser más absurdamente bajas, se batió un nuevo y decepcionante récord. Requirió todos los esfuerzos de los editores de la revista *Exchange*, la publicación de la Bolsa de Comercio, para mantener el tipo. «Must There Be an End to Progress?» («¿Debe existir un fin al progreso?») fue el misterioso título de un ensayo del economista sueco Gustav Cassel que se publicó prácticamente al mismo tiempo que la segunda edición del libro de Graham y Dodd (el profesor creía que no).^{15 16} «¿Por qué los agentes de Bolsa siguen en el

¹⁵ Louis Rich, «Sagacity and Securities», *New York Times*, 2 de diciembre de 1934, p. BR13.

¹⁶ Gustav Cassel, «Must There Be an End to Progress?», *Exchange*, enero de 1940.

negocio?» se preguntaron los editores. La respuesta que dieron fue la siguiente: «A pesar del fatigoso letargo que ha durado mucho tiempo, los expertos confían en que cuando el público reconozca plenamente el valor de las medidas protectoras que se han aplicado con respecto a los procedimientos de mercado, el interés en la inversión en Bolsa aumentará». A *Exchange* no le hizo ninguna gracia que un magistrado de Nueva York, dirigiéndose en los tribunales a un grupo de personas detenidas por arrojar basuras en las aceras, menospreciara con cierto sarcasmo la profesión financiera: «Lo primero que debéis saber —reprendió el juez— es que podéis acabar como los agentes de Wall Street con sus yates y casas de campo en Long Island.»¹⁷

Actualmente es difícil de imaginar que la ley de Murphy estuviera en el orden del día; todo lo que podía ir mal, iba mal. La «depresión» era algo más que una situación económica a largo plazo, y que había cobrado dimensiones mundiales. Los exponentes académicos del «estancamiento secular», particularmente Alvin Hansen y Joseph Schumpeter, ambos catedráticos de economía en Harvard, predijeron un prolongado descenso en el crecimiento de la población estadounidense. «Dicha desaceleración —según escribió Hansen en su artículo de 1939—, junto con la incapacidad de cualquier innovación realmente importante de absorber grandes desembolsos de capital, explica perfectamente el fracaso de las últimas recuperaciones para alcanzar el pleno empleo.»¹⁸

Ni Hansen ni sus lectores tenían forma de saber que el *baby boom* estaba a la vuelta de la esquina. Nada hubiera parecido tan poco probable en un mundo que estaba preocupado por una nueva guerra que había estallado en Europa y por el evidente declive y caída del capitalismo. Sin duda alguna, las ideas de Hansen debieron de resonar en los agentes permanentemente desempleados del sur de Manhattan. El negocio de la Bolsa de Nueva York perdía valor continuamente. Desde 1933, el año en que empezó a publicar sus resultados financieros, hasta 1940, la Bolsa registró beneficios solo un año, en 1935, aunque fuera a nivel nominal. Cuando en 1937 Chelcie C. Bosland, profesor ayudante de economía en la Universidad de Brown, publicó un libro titulado *The Common Stock Theory of Investment*, observó a modo de muletilla que la economía estadounidense había alcanzado su punto álgido dos décadas atrás, en una época que aún no se conocía como la de la Primera Guerra Mundial. El profesor señaló —citando a autoridades anónimas— que el crecimiento de la población estadounidense se detendría por sí solo en 1975.^{19 20}

¹⁷ *Exchange*, «Why Do Secundes Brokers Stay in Business?», septiembre de 1940.

¹⁸ James Grant, *The Trouble with Prosperity*, Nueva York, Random House, 1996, p. 84.

¹⁹ Chelcie C. Bosland, *The Common Stock Theory of Investments* Nueva York, Ronald Press, 1937, p. 74.

No es de extrañar que Graham escribiera que la prueba decisiva de un emisor de bonos fuera su capacidad para satisfacer sus obligaciones, pero no en una época de prosperidad moderada (en la que se intenta superar los valores vinculados a préstamos hipotecarios) sino en una época de depresión. En términos generales, se aconsejó a los inversores de la época que se mantuvieran alerta. «La combinación de un nivel récord elevado de bonos —escribe Graham en la edición de 1940— unido a un historial de dos descensos catastróficos de precios en los últimos veinte

Si el lector se sentía esperanzado con la idea de que las cosas iban tan mal que no podían ir a peor, le aguardaba aún otro desengaño. La segunda edición de *Security Analysis* acababa de publicarse hacía unos meses cuando, el 19 de agosto de 1940, el volumen de la Bolsa de Valores alcanzó la cifra de 129.650 acciones. Fue una de las sesiones más lentas desde el mínimo de 49.000 registrado el 5 de agosto de 1916. Durante todo el año 1940, el volumen ascendió a 207.599.749 acciones, una contratación mediocre de dos horas en la actualidad y un 18,5% de la contratación de 1929, ese año de una prosperidad aparentemente irrecuperable. El coste de la titularidad (o asiento) en el mercado de valores se hundió junto con la contratación y los principales índices de precios. En el punto más bajo de 1942, un asiento alcanzó los 17.000 dólares. Fue el precio más bajo desde 1897 y se registró un 97% por debajo del precio máximo de 625.000 dólares alcanzado, naturalmente, en 1929.

“Los limpiadores” —bromeó Fred Schwed, hijo, en su acertado y divertido libro *Where are the Customers' Yatches?* (el cual, al igual que la segunda edición del libro de Graham, apareció en 1940)— no era uno de esos clubes exclusivos; en 1932, cualquiera que hubiera probado un poco de especulación era admitido en sus filas.»²¹ Y si un inversor se las arreglaba de algún modo para evitar la limpieza durante lo que se dio a conocer formalmente como la Gran Depresión, esa persona no se quedaba en absoluto tranquila. En agosto de 1937, el mercado emprendió una violenta bajada de precios que haría caer las medias en un cincuenta por ciento en marzo de 1938. La parte no financiera de la economía iba un poco mejor que el aspecto numérico. En cuestión de nueve meses, la producción industrial cayó un 34,5%, una contracción más aguda que la de la depresión de 1920 y 1921% un bache que, para la generación de Graham, parecía marcar las pautas de la mayoría de daños económicos en el menor tiempo posible.²² La administración Roosevelt insistió en que el

²¹ Fred Schwed, hijo, *Where Are the Customers' Yatches?*, Nueva York, Simón and Schuster, 1940, p. 28.

²² Benjamín M. Anderson, *Economics and the Public Welfare*, Nueva York, Van Nostrand, 1949, p. 431.

bache de 1937 y 1938 no era una depresión, sino una «recesión». En 1938, la tasa nacional de desempleo alcanzó una media del 18,8%.

En abril de 1937, cuatro meses antes de que el suelo del mercado volviera a desplomarse por segunda vez en diez años, Robert Lovett, socio de la sociedad de inversiones Brown Brothers Harriman & Co, dio la voz de alarma al público estadounidense en las páginas del semanario *Saturday Evening Post*. Lovett —miembro del círculo más selecto de la cúpula de Wall Street—, se propuso demostrar que no existe un concepto de seguridad financiera, al menos por lo que se refiere a una seguridad vinculada a las acciones y los bonos. La tesis de Lovett era que, en un sistema capitalista, el capital se consume y los negocios son tan débiles, y mortales como las personas que los dirigen. Invitó a sus millones de lectores a analizar los últimos datos, tal como él mismo había hecho: «Si un inversor había comprado cien acciones de los veinte títulos más populares por su rendimiento el 31 de diciembre de 1901 y los conservaba hasta 1936, añadiendo, mientras tanto, todos los melones en forma de dividendos de las acciones, y todas las ciruelas en forma de acciones divididas, y hubiera ejercido sus derechos a suscribir acciones adicionales, el valor de mercado total de todos sus títulos el día 31 de diciembre de 1936 se habría reducido un 39% con respecto al coste de su inversión original. En resumidas cuentas, el inversor medio pagó 294.911,90 dólares por algo que valía 180.072,06 dólares el día 31 de diciembre de 1936. Se trata de una devaluación considerable del valor del dólar se mire como se mire». En esos inocentes días antes del crac, la gente hablaba alegremente de «inversiones permanentes». «Por nuestra parte —escribió este socio de un prestigioso banco privado de Wall Street— estamos convencidos de que la única inversión permanente es la que se ha convertido en una pérdida absoluta e irrecuperable.»¹¹

Lovett resultó ser un profeta. En el punto más bajo del mercado entre 1937 y 1938, una de cada cinco compañías que cotizaban en la NYSE fue tasada en el mercado por menos de sus activos circulantes netos. Si restamos de la caja y de los activos líquidos todos los pasivos, lo que queda es mayor que el valor de esa empresa en el mercado. Es decir, el valor del negocio era negativo. La Great Atlantic & Pacific Tea Company (A&P), el Wal-Mart de su época, fue una de estas desafortunadas empresas. En los niveles más bajos de 1938, el valor de mercado de las acciones ordinarias y preferentes de A&P tasadas en 126.000.000 de dólares era menor que el valor de su *cash* > sus existencias y sus cuentas deudoras, valoradas en una estimación conservadora en 134.000.000 de dólares. Según afirmaron Graham y Dodd, «la empresa que seguía siendo rentable vendía a cambio de una miseria».

Un Wall Street diferente

Quedan muy pocos vestigios del Wall Street de antaño. Hoy en día, los grandes agentes de Bolsa conservan un inventario de 1 billón de dólares en títulos de valor. En tiempos de Graham, era normal que los agentes no retuvieran un mínimo de existencias. En la actualidad, los grandes brokers están inmersos en una continua espiral competitiva para ver quién puede reunir el mayor número de ofertas públicas iniciales (OPI) al mercado público. En la época de Graham, ningún agente en primera línea de combate se molestaba en llevar una OPI a manos públicas, puesto que los riesgos y las recompensas de este tipo de ofertas se reservaban a los profesionales. La legislación federal sobre el mercado de valores era una novedad en la década de 1930. El antecesor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la «SEC») era un régimen de sanciones tribales. Sencillamente, algunas prácticas eran inaceptables. Sin embargo, durante la Primera Guerra Mundial y en la primera época de la posguerra, ninguna empresa miembro de la NYSE que se preciara facilitaba el cambio de un cliente de los bonos de guerra (*Liberty bonds*)²³ a alternativas potencialmente más lucrativas, aunque menos patrióticas. Ninguna ley prohibía esta transacción comercial. No obstante, según Graham, esta práctica nunca se llevaba a cabo.

Había muchas cosas que no se hacían en el Wall Street de la década de 1930. Las agencias reguladoras de nuevo cuño se resistían a la innovación financiera, los costes de transacción eran elevados, la tecnología era primaria (al menos según los modelos digitales de hoy en día) y los inversores se sentían desmoralizados. Después del recalcitrante mercado bajista de 1937 y 1938, algunos inversores se hallaron de esta situación. ¿Cuál era el objeto de tanta restricción? «En junio de 1939 —escribe Graham a propósito de una reflexión sobre las finanzas corporativas en la segunda edición— la SEC marcó un saludable precedente al negarse a autorizar la emisión de bonos sin garantía en la reorganización de la Griess-Pfleger Tanning Company, alegando que el diseño de nuevos tipos de instrumentos híbridos había ido demasiado lejos». Siguiendo la misma vertiente conservadora, él expresó su apoyo a la institución de la «lista legal», un documento elaborado por los departamentos de los bancos de cada estado para estipular qué bonos con garantías podían retener los bancos regulados de inversión. La propia idea de un listado de esta índole es ajena a cualquier concepto milenario sobre lo que constituye una buena práctica reguladora. Sin embargo, Graham la defiende de este modo: «Puesto que la selección de bonos de primera clase ha demostrado ser, en buena parte, un proceso de exclusión, se presta razonablemente bien a la

²³ Robert A. Lovett, «Gilt-Edged Insecurity», *Saturday Evening Post* 3 de abril de 1937.

aplicación de normas y modelos concretos diseñados para descartar los títulos inconvenientes.» \ A ninguna obligación con la garantía de un fondo de deuda repleta de hipotecas de alto riesgo se le atribuye la paternidad del valor de inversión!

La década de 1930 inauguró una revolución en la apertura del ámbito financiero. Las nuevas leyes federales relativas a los títulos y valores obligaban a las sociedades inversoras a informar a sus accionistas una vez por trimestre y al terminar al año. Sin embargo, la normativa no se aplicó de inmediato a todas las sociedades anónimas, y más de una continuó haciendo negocios a la antigua, es decir, escondiendo sus cartas. Una de estas empresas que ocultaba información era, ni más ni menos, que Dun & Bradstreet (D&B), la compañía de información financiera. Graham parecía disfrutar con la ironía de que D&B no revelara «el importe de sus ganancias a sus propios accionistas». En términos generales, y siguiendo los haremos del siglo xxi, la información en tiempos de Graham avanzaba lentamente y era más bien escasa. No existían las conferencias telefónicas, ni las hojas de cálculo automatizadas, y faltaba información actualizada sobre mercados remotos. En realidad, no había mucho contacto con el mundo exterior, salvo con el resto de los cuarenta y ocho estados que componían el país. *Security Analysis* apenas reconoce la existencia de mercados extranjeros.

Un entorno institucional de este tipo no propiciaba el desarrollo de «mercados eficientes», tal como dirían los economistas de hoy en día. Es decir, mercados en los que la información se difunde rápidamente, los seres humanos la procesan sin margen de error y los precios la incorporan de inmediato. Graham habría ridiculizado semejante idea y habría sonreído también ante el descubrimiento —tardío en la evolución de la especie humana— de que existía un hueco en el ámbito económico para una disciplina subsidiaria llamada «finanzas conductuales». Al leer *Security Analysis* uno no puede evitar preguntarse qué faceta de la inversión no es conductual. Graham se dio cuenta de que la Bolsa es una fuente de entretenimiento al igual que un valor de inversión. «Pese a que el motivo subyacente de una compra sea la simple especulación, la naturaleza humana desea ocultar este impulso poco noble detrás de una cortina de supuesta lógica y buen juicio. Parafraseando a Voltaire, podríamos afirmar que si no existiera una disciplina como el análisis de las acciones ordinarias, sería necesario inventarla.»

Las anomalías de la infravaloración y la sobrevaloración —pasarse por defecto o por exceso— llenan las páginas de este libro. A Graham le causaba perplejidad, pero no era un hecho que le sorprendiera, que numerosos negocios pudieran valorarse en el mercado de valores por menos de sus activos circulantes netos, incluso durante el auge de finales

de la década de 1920; o que, debido a las oscilaciones en el mercado de bonos que se registraron después de la Primera Guerra Mundial, los inversores se sintieran tan desorientados que decidieran asignar un precio más elevado y un rendimiento más bajo a la primera hipoteca de Union Pacific 4s que a los bonos del tesoro Fourth Liberty 4 1/2%. Graham advierte de esa «tendencia arraigada del mercado a exagerar». Y no habría exagerado demasiado si hubiera optado por escribir «todos los mercados».

Si bien Graham no se explayó en argumentos sobre los ciclos financieros, sin duda alguna era consciente de ellos. Sabía que las ideas, por no decir los precios y las categorías de activos de inversión, atravesaban sus propias estaciones. El debate en *Security Analysis* sobre el debilitamiento del negocio de garantías hipotecarias a principios de la década de 1930 muestra una miniatura perfecta de la ruinosa competitividad en la que a menudo suelen enfrascarse las instituciones financieras. «El ascenso más agresivo de organizaciones de bonos hipotecarios tuvo un desafortunado efecto en las políticas de antaño —escribe Graham a propósito de su tiempo y también del nuestro—. Forzados por la competitividad, sus modelos se debilitaron por la emisión de préstamos. Las nuevas hipotecas se concedían prácticamente sin ton ni son, y cuando las antiguas vencían, estas solían renovarse alcanzando una cantidad más cuantiosa. El valor nominal de las hipotecas garantizadas subió, además, hasta varios múltiplos del capital de las compañías pignoraticias, y debería haber sido evidente que dicha garantía en cuestión ofrecía escasa protección en caso de un descenso generalizado de los valores.»

El análisis en sí mismo es un fenómeno cíclico. Y, según observó Graham, también depende de las modas del momento. Este ejerce un poderoso atractivo para la clase de hombre de negocios que piensa en las acciones del mismo modo que piensa en su negocio familiar. ¿Qué fuente de semejante sentido común se interesaría por un nuevo impulso de las ganancias o por los pronósticos pseudocientíficos de Wall Street acerca del futuro económico? Un inversor de este tipo, acostumbrado a valorar acciones ordinarias, quiere saber si la empresa que está detrás de esas acciones es solvente o no. Es decir, lo que desea es estudiar el estado contable de la compañía. Graham señala que este tipo de análisis pasó de moda cuando las acciones empezaron a subir sin ninguna clase de referencia más que la esperanza y la profecía. Así pues, en 1927, las adivinanzas y los pronósticos habían desplazado a la disciplina del valor, en virtud de la cual él y su socio se ganaban bien la vida. Una de las particularidades de Graham es que la crítica que lleva a cabo del método «moderno» de inversión es moderada, y no sarcástica. Su planteamiento, antiguo y conservador, podría estar pasado de moda, tal como reconoció el

propio Graham. Había hecho mayor hincapié en el pasado que en el futuro, en la capacidad de obtener beneficios estables que en las perspectivas del mañana. Sin embargo, las nuevas tecnologías, los nuevos métodos y las nuevas formas de organización empresarial habían aportado también nuevos riesgos a la economía durante la primera posguerra posterior a la Gran Guerra. Este hecho —«la creciente inestabilidad del típico negocio»— había creado un pequeño agujero en el antiguo planteamiento analítico que ensalzaba las ganancias estables por encima de las previsiones de crecimiento. No obstante, Graham no va más allá de estas moderadas consideraciones. El enfoque moderno, «abocado a la tendencia hacia los beneficios como único criterio de valor [...] estaba destinado a acabar en una terrible debacle». Y eso fue exactamente lo que ocurrió y lo que actualmente, en los mercados impulsados por la CNBC y otras cadenas de televisión del siglo xxi, sigue ocurriendo de vez en cuando.

Un hombre de múltiples facetas

Benjamin Graham —cuyo verdadero nombre era Benjamin Grossbaum— nació el 9 de mayo de 1894 en Londres. Antes de cumplir los dos años viajó en barco a Nueva York con su familia. El joven Benjamin tenía una mente prodigiosa para las matemáticas, las lenguas clásicas y modernas, la escritura expositiva (tal como podrán comprobar los lectores de esta obra) y todas las demás disciplinas que se enseñaban en las escuelas públicas. Poseía una memoria tenaz y sentía pasión por la lectura, lo que constituía, tarde o temprano, un pasaporte para alcanzar el éxito académico. La muerte de su padre a los treinta y cinco años le dejó a él, junto con sus dos hermanos y su madre, en una difícil situación económica. Benjamin aprendió desde muy joven a ganarse la vida y a vivir con cierto régimen de austeridad.

Tal vez no es sea esta la ocasión para ofrecer un perfil biográfico exhaustivo del principal autor de *Security Analysis*, puesto que ya lo proporcionan, de manera excelente, las memorias escritas por el propio Graham. Basta decir que el brillante estudiante de secundaria ingresó en la Universidad de Columbia en septiembre de 1911 cuando contaba con diecisiete años de edad. Había aprendido tanto que comenzó el semestre aventajado con respecto a los demás, y «fue con diferencia el primero de la clase».²⁴ Combinaba sus estudios académicos con todo tipo de trabajos a tiempo parcial o completo. Cuando se licenció, en 1914, empezó a trabajar como corredor de Bolsa júnior en la sociedad Newberger, Henderson & Loeb, que era miembro de la

²⁴ Benjamin Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street*, editado por Seymour Chatman, Nueva York. McGraw-Hill, p. 106.

Bolsa de Nueva York. En el transcurso de un año, el joven Graham ya gestionaba la liquidación de la Guggenheim Exploration Company, comprando con astucia a largo plazo las acciones de Guggenheim y a corto plazo las acciones de las empresas en las que Guggenheim había invertido con moderación. Sus superiores quedaron, sin duda alguna, impresionados por su trabajo: «Se obtuvieron los beneficios exactos que se habían calculado, y todos quedaron encantados, empezando por mí».²⁵

Security Analysis no surgió de la nada. Graham complementaba su modesto sueldo escribiendo artículos para la *Magazine of Wall Street*. Sin duda, sus textos son los de un hombre seguro de sí mismo al que le gusta el dinero y ha recibido una magnífica formación en Wall Street. No había necesidad alguna de citar las opiniones de expertos. Él y los documentos que enjuiciaba eran toda la autoridad que necesitaba. Sus temas preferidos eran los que posteriormente desarrollaría en el libro que ahora tenemos entre manos. Sentía predilección por los casos especiales, por los cuales Graham-Newman iban a ser tan famosos. De este modo, cuando una empresa sumamente compleja y de altos vuelos, American International Corp., se desplomó en 1920, Graham fue capaz de demostrar que las acciones eran baratas con respecto al valor evidente de su cartera de valores, compuesta de una mezcla de activos de inversión (que no gozaban precisamente de una gran apertura).²⁶

La perturbadora insolvencia de Goodyear Tire and Rubber atrajo su atención en 1921. «La caída de Goodyear es un extraordinario incidente, incluso en la actual plenitud de desastres comerciales», escribió Graham con su característico tono sentencioso (¿cuántos periodistas financieros, entonces o después, empezaron a utilizar la palabra «plenitud»?). Graham juzgó con gran perspicacia que Goodyear sobreviviría al mal trago.²⁷ En verano de 1924, insistió en un tema que volvería a tratarse en *Security Analysis*: la conclusión no lógica de las acciones valoradas en el mercado por debajo del valor liquidando de las empresas que las emitían. «Ocho ofertas de acciones que se salen de la raya», rezaba el titular que suscribía la rubrica de Benjamín Graham: «Las acciones que están cubiertas básicamente por activos de caja o equivalentes, sin bonos ni acciones preferentes que se antepongan a estas cuestiones, conforman un conjunto de títulos inusualmente interesante». En el caso de Tonopah Mining, los activos líquidos de 4,31 dólares por acción destacaron por encima de un

ⁱ⁾ *Ibid.*, p. 145.

²⁶ Benjamín Graham, «The “Collapse” of American International», *Magazine of Wall Street*, 11 de diciembre de 1920, pp. 175-176, 217.

²⁷ Benjamín Graham, «The Goodyear Reorganizaron», *Magazine of Wall Street*, 19 de marzo de 1921, pp. 683-685.

precio de mercado de solo 1,38 dólares por acción.²⁸

Sin embargo, para Graham, la dulce época de sensatez en la filosofía inversionista pareció terminarse en 1914. Antes de esa fecha, el inversor típico era un hombre de negocios que analizaba una acción o un bono de la misma forma que dirigiría un negocio privado. Esa persona, normalmente un varón, trataría naturalmente de dilucidar las posesiones y títulos de la empresa que emitía las acciones, libre y limpia de cualquier objeción. Si la posible inversión era un bono —y solía serlo—, el inversor-hombre de negocios buscaría garantías de que la sociedad prestataria gozara de la solidez financiera para poder capear una depresión.

«No se trata de falsa modestia —escribió Graham en sus memorias— cuando afirmo que me convertí en un chico bastante listo en mi ámbito de trabajo.» Su especialidad era el análisis meticuloso de inversiones osadas: acciones o bonos náufragos, liquidaciones, bancarrotas, y arbitrajes. Por lo menos, desde principios de la década de 1920, Graham había predicado el sermón del «margen de seguridad». Como el futuro es un libro cerrado, él instó en sus escritos que un inversor, con el fin de protegerse de lo desconocido, debería procurar pagar menos del valor «intrínseco». Ese valor intrínseco —según define *Security Analysis*— es «ese valor que queda justificado por los hechos, es decir, por los activos, las ganancias, los dividendos, las perspectivas concretas, a diferencia de, por ejemplo, los pronósticos del mercado calculados con la manipulación artificial o distorsionados por los excesos psicológicos».

El propio Graham pasó de lo ridículo a lo sublime (regresó en algunas ocasiones), a juzgar por la conducta de su propia carrera inversionista. Su facilidad por las matemáticas lo convirtió en un experto nato en arbitrajes. Vendía una acción y compraba otra al mismo tiempo, o bien compraba o vendía porcentajes de acciones en vez de bonos convertibles de una misma empresa emisora. De este modo, Graham accedía a unos beneficios que, si no eran infalibles, al menos gozaban de todas las garantías posibles que permitían las oscilaciones del sistema financiero. A principios de la década de 1920, Graham se aprovechó de la ineficaz relación entre DuPont y General Motors (GM), que por aquel entonces estaba en números rojos; DuPont poseía una parte considerable de GM, razón por la que el mercado valoró a la gran empresa química, lo que, por el contrario, implicaba también que el resto del negocio carecía de valor alguno. Con el fin de aprovechar esta anomalía, Graham compró acciones de DuPont y vendió a corto plazo un número razonable de acciones de GM. Cuando el mercado recuperó la razón, y la brecha en la cotización entre DuPont y

²⁸ Benjamín Graham, «Eight Stock Bargains Off the Beaten Track», *Magazine of Wall Street*, 19 de Julio de 1924, pp. 450-453.

GM se amplió en la dirección esperada, Graham recaudó entonces sus beneficios.²⁹

Sin embargo, al igual que otros muchos inversores en valores que le sucedieron, a veces se desviaba de los preceptos austeros de la inversión segura y barata. Un Graham que apenas era un poco más joven que el directivo que vendió GM y compró DuPont acabó siendo engatusado por un promotor sinvergüenza de una sociedad que, al parecer, nunca existió, al menos no en un estado de increíble prosperidad descrito por el gestor del fondo al que Graham confió su dinero. Un cartel luminoso en Columbus Circle, al noroeste de Manhattan, exhibía el nombre del objeto en el que Graham había depositado su confianza: Savold Blue. No obstante —tal como el autor de *Security Analysis* confesó en sus memorias—, eso podía haber sido el único indicador tangible de la existencia de una empresa. «Asimismo, por lo que yo sabía —señaló Graham—, nadie se quejó a la oficina del fiscal del distrito sobre ningún hurto de fondos públicos por parte de ese promotor.» Al menos, tal como explica el propio Graham, él no lo hizo.³⁰

En 1929, cuando contaba treinta y cinco años, Graham estaba bien encaminado para alcanzar la fama y el éxito. Él y su esposa pagaban a un escuadrón de criados, que incluía—por primera y única vez en su vida— a un asistente personal. Junto con Jerry Newman, Graham había creado una carpeta de inversiones tan envidiable que el gran Bemard M. Baruch se interesó por él. ¿Dejaría Graham su negocio para administrar el dinero de Baruch? «Le contesté —escribe Graham—, que me sentía muy halagado por su propuesta (en realidad me sorprendió), pero que no estaba en condiciones de acabar repentinamente las relaciones próximas y satisfactorias que mantenía con mis amigos y clientes.»³¹ Sin embargo, estas relaciones no tardaron en deteriorarse.

Graham explica que, aunque estaba preocupado por lo que ocurría en la parte alta del mercado, no logró actuar con acierto en consonancia con su instinto bajista. La sociedad Graham-Newman llegó a la crisis de 1929 con 2.500.000 de dólares de capital. Gestionaba también cerca de 2.500.000 millones de dólares en reservas protegidas, es decir, acciones de propiedad desde hacía mucho tiempo y contrarrestadas por acciones vendidas recientemente. Contaba, además, con cerca 4.300.000 millones de dólares en reservas a largo plazo. Se trataba de una mala noticia que dichas reservas estuvieran apalancadas, confesó Graham con posterioridad. No obstante, este contrarrestó ese error táctico con la arraigada convicción de

ⁿ Graham, *Memoirs*, p. 188.
pp. 181-184.

³¹ *Ibid.*, p. 253.

que las acciones que poseía eran lo suficientemente baratas como para soportar cualquier embate inimaginable.

Graham y Newman salieron del crac de 1929 a base de créditos: registrar pérdidas de solo un 20% era, en el último trimestre de 1929, un resultado prácticamente heroico. Sin embargo, perdieron un 50% en 1930, un 16% en 1931, y un 3% en 1932. «Me culpaba a mí mismo, no tanto por mi incapacidad de protegerme del desastre que yo mismo había predicho —escribe Graham— sino por haber caído presa de un estilo de vida extravagante del que no tenía la capacidad ni el temperamento para disfrutar de él. No tardé en convencerme de que la verdadera clave de la felicidad material reside en llevar un modesto nivel de vida que pueda alcanzarse con pocas dificultades y en prácticamente cualquier entorno económico», esto es, la idea del margen de seguridad aplicada a las finanzas personales.³²

No sería justo afirmar que el mundo académico aplaudió y acogió de inmediato *Security Analysis* como un tratado definitivo de la inversión en valores, ni que la aceptara afectuosamente por otros motivos. La obra antes citada sobre el ámbito en el que Graham y Dodd hicieron su primera contribución importante, *The Common Stock Theory of Investment*, de Chelcie C. Bosland, publicado tres años después de que apareciera la primera edición de *Security Analysis*, citaba a cincuenta y tres fuentes distintas y a cuarenta y dos autores. Ninguno de ellos eran Graham o Dodd.

No obstante, Edgar Lawrence Smith recibió la plena y respetuosa atención de Bosland. Su *Common Stocks as Long Term Investments*, publicado en 1924, había desafiado la arraigada idea de que los bonos eran intrínsecamente superiores a las acciones. En primer lugar, según argumentaba Smith, el dólar (incluso la edición de 1924 de tapas doradas) era propenso a la inflación, lo que significaba que los acreedores sufrían desventajas intrínsecas al sistema. Sin embargo, eso no les sucedía a los portadores de acciones ordinarias. Si las empresas en las cuales invertían obtenían beneficios, si los gestores de dichas empresas conservaban una parte de esas ganancias para que revirtieran en el negocio, y si dichas ganancias retenidas, a su vez, generaban ganancias en el futuro, el valor principal de una cartera de valores tendería a «incrementar de acuerdo con la dinámica del interés compuesto».³³

El momento de Smith no pudo ser más oportuno. Apenas un año después de la publicación de su obra, estalló el gran mercado bajista de Coolidge. *Common Stocks as Long Term Investments* ofrecía, con solo

³² *Ibid.*, p. 259.

³³ Grant, *The Trouble with Prosperity*, p. 43.

veintinueve páginas, una lógica instrumental para perseguir el mercado al alza. El hecho de que las acciones tienden a rendir bien a largo plazo ha entrado a formar parte del pensamiento inversionista estadounidense como si fuera una verdad inalterable (en la década de 1930 no parecía tan obvio). Por su parte, Graham se mostró en profundo desacuerdo con la tesis de Smith, o, para ser más precisos, con su aplicación bajista y poco crítica. Una cosa era pagar diez veces las ganancias de una inversión en acciones, observa, y otra muy distinta pagar entre veinte y cuarenta veces. El análisis de Smith omitía, además, la importante cuestión de qué valores activos estaban detrás de las acciones que la gente vendía y compraba afanosamente y sin ton ni son. Por último, el argumento de Smith llevaba implícita la suposición de que las acciones ordinarias podían rendir en un futuro lo que no habían rendido en el pasado. Sin embargo, Graham era escéptico.

No obstante, si bien Graham era un crítico despiadado, también tenía una faceta generosa. En 1939, escribió una reseña del libro de John Burr Williams titulado *The Theory of Investment Value* en el *Journal of Political Economy* (que no era poco para un autor y agente de Wall Street). La tesis de Williams era tan importante como concisa. Según él, el valor de inversión de una acción ordinaria es el valor actual de todos los dividendos futuros. Williams no infravaloró la trascendencia de estas palabras cargadas de sentido. Armado con esa carga de conocimiento crítico, el autor decidió esperar a que los inversores se contuvieran de elevar las acciones a precios muy altos. Graham, —en cuya mente capaz moraba el talento de un financiero conductual y convencional—, expresó sus dudas sobre este pronóstico. Señaló que el problema para aplicar el método de Williams era que era necesario realizar exhaustivas suposiciones sobre la trayectoria futura de los tipos de interés, el crecimiento de las ganancias y el valor terminal de las acciones cuando cesa el crecimiento. «Uno se pregunta —reflexionó Graham—, si no existe una discrepancia demasiado grande entre la naturaleza necesariamente poco científica de estas suposiciones y el tratamiento matemático altamente refinado al cual están sujetas.» Graham terminó su ensayo con una anotación típicamente generosa e ingeniosa, alabando a Williams por el razonamiento fresco y cabal de su planteamiento, a lo cual añadió: «En realidad, este conservadurismo no está implícito en las fórmulas del autor; pero si el inversor puede convencerse por los cálculos del álgebra avanzada que debe adoptar una actitud saludable hacia las cotizaciones de las acciones ordinarias, entonces yo mismo voto por el álgebra avanzada.»^{34 35}

³⁴ Benjamín Graham, «Reseña de *The Theory of Investment Value*, de John Burr Wi-

Las dotes técnicas de Graham en el análisis fundamental, no podían, por sí solas, haber llevado a *Security Analysis* hasta su quinta edición. Es la humanidad y el buen humor del libro lo que, en mi opinión, explica su perdurabilidad y la adorable lealtad de un fiel grupo de lectores de Graham, entre los cuales me cuento yo. ¿Ha existido acaso un financiero de Wall Street más leído en lenguas clásicas y literatura, así como en la historia financiera de su tiempo? Yo diría que «no» con toda la confianza de un inversor en valores que cede su dinero para comprar una acción especialmente barata.

No obstante, este gran filósofo de la inversión fue, hasta cierto punto, una víctima de la época en la que le tocó vivir. Graham comprendió que las experiencias de su vida eran tónicas, y que la Gran Depresión era, en realidad, una enorme anomalía. Si alguien entendió la locura que significaba proyectar la experiencia actual al impredecible futuro, ese fue Graham. Sin embargo, este rey de la filosofía inversionista —después de dedicar más de setecientas páginas (sin contar la mina de oro de sus apéndices) a explicar cómo un inversor prudente y ajeno al riesgo podía prosperar en todo tipo de condiciones macroeconómicas llega a una extraordinaria conclusión.

¿Qué ocurre con el inversor institucional?, se pregunta. ¿Cómo debería invertir? Al principio, Graham elude ambiguamente esta cuestión. ¿Quién es él para prescribir recetas a los expertos financieros que se hallan al frente de las instituciones filantrópicas y educacionales de Estados Unidos? No obstante, luego realiza un salto sorprendente. «Una institución —escribe— que puede arreglárselas para sobrevivir de los escasos ingresos que rinden los activos de valor fijo y de alta calidad debería, en mi opinión, restringir sus títulos a ese ámbito. Dudo de que el rendimiento más óptimo de los índices de las acciones ordinarias en períodos anteriores garantice, por sí solo, las onerosas responsabilidades y las incertidumbres recurrentes que son intrínsecas a un programa inversionista en acciones ordinarias.»

¿Es posible que el gran inversor en valores hablara en serio? ¿Es factible que el hombre que sobrevivió a los ruinosos años de la Gran Depresión y acumulara una extraordinaria cartera de inversiones a largo plazo dijera en serio que las acciones ordinarias no merecían la pena? En 1940, con una nueva guerra mundial que amenazaba las políticas fiscales y monetarias de la administración de Roosevelt, los bonos de las empresas de alta calidad rendían solo un 2,75%, mientras que los *blue chips*²⁵

lliams, [Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1938]», *Journal of Political Economy*, vol. 47, n. 2, abril de 1939, pp. 276-278.

³⁵ Los *blue chips* son valores de elevada capitalización, y suelen pagar dividendos

rendían un 5,1 %. ¿Quería decir Graham que los bonos eran una apuesta más segura que las acciones? En fin, eso es lo que dijo. Si Homero pudiera asentir con la cabeza, también lo haría Graham y el resto de nosotros, quienesquiera que seamos. Recordemos esta lección.

Introducción a la segunda edición

Problemas de la política de inversión

Si bien en sentido estricto el análisis de productos financieros puede efectuarse sin hacer referencia a ningún programa o criterios claros de inversión, una especialización de funciones así resultaría muy poco realista. El examen crítico de los balances y de las cuentas de ingresos, las comparaciones de emisiones relacionadas o similares, el estudio de los términos y los pactos de protección que hay detrás de los bonos y las acciones preferentes..., todas ellas actividades típicas del analista de productos financieros, se llevan a cabo sin duda con alguna idea práctica en mente de comprar o vender, y deben considerarse teniendo en cuenta un fondo más amplio de principios inversores o tal vez de preceptos especulativos. En esta obra no vamos a esforzarnos por hacer una distinción precisa entre la teoría de la inversión y las técnicas de análisis, sino que a veces combinaremos ambos elementos teniendo en cuenta la estrecha relación que los une en el mundo de las finanzas.

De este modo, parece que lo mejor es preceder nuestra exposición con una revisión concisa de los problemas de normativa a los que se enfrenta el comprador de productos financieros. Y esta explicación ha de razonarse, al menos en parte, con las condiciones que existían en el momento de redactar este capítulo. Sin embargo, esperemos dotarla de la suficiente permisividad ante los posibles cambios como para que nuestras conclusiones adquieran un valor y un interés más que pasajeros. De hecho, consideramos que este elemento de cambio es un aspecto capital en el universo financiero. Para una mejor comprensión de este punto, aportamos una serie de datos de carácter general, con el fin de ilustrar los reveses y alteraciones en valores y criterios que han tenido lugar a lo largo del último cuarto de siglo.

Los tres períodos de referencia, 1911-1913, 1923-1925 y 1936-1938, se han seleccionado para representar la mayor aproximación posible a la «normalidad» o estabilidad relativa, que puede encontrarse de forma interrumpida a lo largo del último cuarto de siglo. Durante el primer y el segundo trienio tuvimos el hundimiento financiero de la Primera Guerra

Datos financieros y económicos de tres períodos de referencia

Período	1911-1913			1923-1925			1936-1938		
	Máximo	Mínimo	Promedio	Máximo	Mínimo	Promedio	Máximo	Mínimo	Promedio
Índice de negocio*	118,8	94,6	107,9	174,9	136,0	157,9	164,9	106,0	137,0
Rendimiento de bonos*	4,22%	4,02%	4,09%	4,82%	4,55%	4,68%	3,99%	3,36%	3,65%
Índice de precios de acciones industriales*	121,6	92,2	107,6	198,6	128,6	153,4	293,4	124,8	211,1
Promedio Industrial Dow-Jones (por unidad)									
Franja de precios	94	72	82	159	86	112	194	97	149
Ganancias	8,69 \$	7,81 \$	8,12 \$	13,54 \$	10,52 \$	11,81 \$	11,41 \$	6,02 \$	9,14 \$
Dividendos	5,69	4,50	5,13	7,09	5,51	6,13	8,15	4,84	6,66
Ratio precio-ganancias †	11,6x	8,9x	10,1x	13,5x	7,3x	9,5x	21,2x	10,6x	16,3x
Rentabilidad por dividendos †	5,5%	7,1%	6,3%	3,9%	7,1%	5,5%	3,4%	6,9%	4,5%
U.S. Steel ‡									
Franja de precios	82	50	65	139	86	111	178	53	96
Ganancias por acción	11,00 \$	5,70 \$	7,53 \$	16,40 \$	11,80 \$	13,70 \$	11,22 \$	5,30 \$(d)	3,33 \$
Dividendos por acción	5,00	5,00	5,00	7,00	5,25	6,42	1,40	—	0,42
Ratio precio-ganancias †	10,9x	6,6x	8,6x	10,1x	6,3x	8,1x	53,4x	15,9x	28,8x
Rentabilidad por dividendos †	6,1%	10,0%	7,7%	4,6%	7,5%	5,8%	0,2%	0,8%	0,4%
General Electric §									
Franja de precios	196	142	172	524	262	368	1.580	664	1.070
Ganancias por acción	16,72 \$	12,43 \$	14,27 \$	32,10 \$	27,75 \$	30,35 \$	53,50 \$	23,40 \$	38,00 \$
Dividendos por acción ‖	10,40	8,00	8,80	19,80	19,80	19,80	53,50	21,85	38,90
Ratio precio-ganancias †	13,7x	10,0x	12,1x	17,2x	8,6x	13,8x	41,5x	17,5x	28,2x
Rentabilidad por dividendos †	4,5%	6,2%	5,1%	3,8%	7,6%	5,4%	2,5%	5,9%	3,6%

American Can: ¶

Franja de precios	47	9	25	297	74	150	828	414	612
Ganancias por acción	8,86 \$	0,07 \$	4,71 \$	32,75 \$	19,64 \$	24,30 \$	36,48 \$	26,10 \$	32,46 \$
Dividendos por acción	—	—	—	7,00	5,00	6,00	30,00	24,00	26,00
Ratio precio-ganancias †	10,0x	1,9x	5,3x	12,2x	3,0x	6,2x	25,5x	12,7	18,8x
Rentabilidad por dividendos †	—	—	—	2,0%	8,1%	4,0%	3,1%	6,3%	4,2%
Pennsylvania R.R.:									
Franja de precios	65	53	60	55	41	46	50	14	30
Ganancias por acción	4,64 \$	4,14 \$	4,33 \$	6,23 \$	3,82 \$	5,07 \$	2,94 \$	0,84 \$	1,95 \$
Dividendos por acción	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,00	0,50	1,25
Ratio precio-ganancias †	15,0x	12,2x	13,8x	10,9x	8,1x	9,2x	25,6x	7,2x	15,5x
Rentabilidad por dividendos †	4,6%	5,7%	5,0%	5,5%	7,3%	6,5%	2,5%	8,9%	4,1%
American Tel. & Tel.:									
Franja de precios	153	110	137	145	119	130	190	111	155
Ganancias por acción	9,58 \$	8,64 \$	9,26 \$	11,79 \$	11,31 \$	11,48 \$	9,62 \$	8,16 \$	9,05 \$
Dividendos por acción	8,00	8,00	8,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Ratio precio-ganancias †	16,5x	11,9x	14,8x	12,6x	10,4x	11,3x	21,0x	12,3x	17,1x
Rentabilidad por dividendos †	5,2%	7,3%	5,8%	6,2%	7,6%	6,9%	4,7%	8,1%	5,8%

(d) Deuda.

* Los índices de actividad empresarial y de precios de acciones industriales de Axe-Houghton, ambos ajustados a la tendencia: rendimientos de 19 bonos de ferrocarril de máxima calificación. Todo por cortesía de E. W. Axe & Co., Inc.

† Los precios máximo, mínimo y promedio se han comparado con las ganancias y dividendos medios de cada período.

‡ Las cifras 1936-1938 están ajustadas para que reflejen un dividendo de acciones del 40%.

§ Cifras ajustadas para reflejar varios dividendos y divisiones de acciones entre 1913 y 1930, equivalentes en última instancia a unas 25 acciones en 1936 por 1 acción en 1912.

|| Excluyendo 1 acción de Electric Bond y de Share Securities Corporation distribuida como dividendo en 1925.

¶ Las cifras de 1936-1938 están ajustadas para reflejar el intercambio de acciones 6 por 1 en 1926.

Mundial y una prosperidad febril, seguida de la vacilación de la posguerra, la inflación y una crisis profunda. Entre 1925 y 1936 vivimos el «*boom* de la nueva era», el gran desplome y depresión, y una recuperación hacia la normalidad algo irregular. Pero si examinamos los tres períodos por separado no podremos evitar sorprendernos ante la tendencia creciente hacia la inestabilidad, incluso en tiempos de relativa normalidad. Eso se ilustra de manera gráfica en el progresivo ensanchamiento de los gráficos en el gráfico A, página 62, que trazan las fluctuaciones en los negocios en general y en los precios de las acciones industriales durante los años en cuestión.

No sería demasiado sensato deducir a partir de estos desarrollos que, en el futuro, debemos esperar una inestabilidad mayor, pero sería igual de insensato minimizar la importancia de lo ocurrido y volver a la cómoda convicción de 1925 de que avanzábamos gradualmente hacia una mayor estabilidad y prosperidad. Nuestros tiempos parecen más bien recomendar prudencia antes de abrazar cualquier teoría con respecto al futuro, así como políticas de inversión flexibles y de mentalidad abierta. Teniendo en cuenta estas dos advertencias, procederemos a considerar brevemente ciertos tipos de problemas de inversión.

A. Inversión en bonos de alta cualificación y acciones preferentes

La inversión en bonos parece presentar muchos más problemas hoy en día que en 1913. La cuestión principal era, en aquel entonces, cómo obtener el máximo rendimiento en relación con la seguridad; si el inversor se conformaba con las emisiones estándar de menor rendimiento (casi todas consistentes en bonos hipotecarios de ferrocarril), se suponía que podía «comprarlos con los ojos cerrados, guardarlos y olvidarse de ellos». En la actualidad, el inversor debe enfrentarse a un problema triple: la seguridad del interés y del capital, el futuro del rendimiento y de los precios de los bonos, y el valor futuro del dólar. Describir el dilema es fácil, pero resolverlo satisfactoriamente parece casi imposible.

1. **Seguridad del interés y del capital.** Dos crisis graves en los últimos veinte años y la caída de un volumen enorme de emisiones de ferrocarril que antes se consideraban seguras a prueba de bomba sugieren que el futuro puede guardar más sorpresas desagradables para el complaciente inversor en bonos. La vieja idea de «inversiones permanentes» protegidas de cambios y libres de preocupaciones, sin duda, se ha esfumado para siempre. Sin embargo, nuestros estudios nos indican que, con unos criterios de

selección lo bastante restrictivos y un análisis posterior razonablemente frecuente, el inversor ha de ser capaz de evitar la mayoría de pérdidas fuertes que lo han distraído en el pasado, de manera que su cobro de intereses y capital sea satisfactorio aun en tiempos de crisis. Una selección cuidadosa debe tener en la debida consideración las perspectivas futuras, pero no creemos que el inversor deba ser clarividente o ponerse en manos de empresas que prometan excepcionales beneficios crecientes. Estos aspectos hacen referencia tanto a las acciones preferentes con la máxima calificación (realmente) como a los bonos.

2. La evolución de los tipos de interés y de los precios de los bonos.

Los rendimientos insólitamente bajos ofrecidos por los bonos tanto a corto como a largo plazo pueden causar preocupación en el inversor por otros motivos, además de una insatisfacción natural debido a los escasos ingresos que le reporta su dinero. Si estos intereses tan bajos demuestran ser temporales y luego vuelven a subir hasta los niveles anteriores, los precios de los bonos a largo plazo podrían perder un 25% o más de su valor de mercado. Dicha caída del precio sería equivalente a la pérdida de los intereses de quizá diez años. En 1934, consideramos que esta posibilidad debía tenerse seriamente en cuenta, porque los bajos tipos de interés que había entonces podían ser un indicador de negocio inferior a lo normal que estuviera sujeto a un avance radical cuando se produjera un regreso a la actividad comercial. Sin embargo, la persistencia de estos tipos bajos de interés durante muchos años, y ante la expansión considerable del comercio que tuvo lugar en 1936-1937, fue un sólido argumento para aceptar estas condiciones como el buen resultado de una plétora de capital o de una política fiscal gubernamental, o bien de la coincidencia de ambos factores.

No obstante, el estallido de la Segunda Guerra Mundial en 1939 aportó una nueva incertidumbre en ese sentido. La Primera Guerra Mundial conllevó un fuerte aumento de los tipos de interés y la correspondiente caída en picado de los precios de los bonos de gran calidad. Existen numerosas similitudes y diferencias entre las situaciones de 1914 y 1939 como para hacer predicciones arriesgadas. Es evidente que el peligro de una fuerte caída de los precios de los bonos (desde el nivel de principios de 1940) es todavía real; sin embargo, una política de no inversión a la espera de tal contingencia está abierta a muchas objeciones prácticas. Tal vez un vencimiento de, por ejemplo, no más de quince años a partir de la fecha de compra podría ser la reacción más lógica a esta situación de

incertidumbre.

Para el pequeño inversor, United States Savings Bonds presenta una solución perfecta a este problema (como al anterior), puesto que el derecho de rescate a opción del titular lo protege contra una bajada de precio. Como comentaremos con mayor detalle más adelante, el surgimiento de estos bonos tan recientes ha supuesto una auténtica revolución en la posición de la mayoría de compradores de productos financieros.

Gráfico A

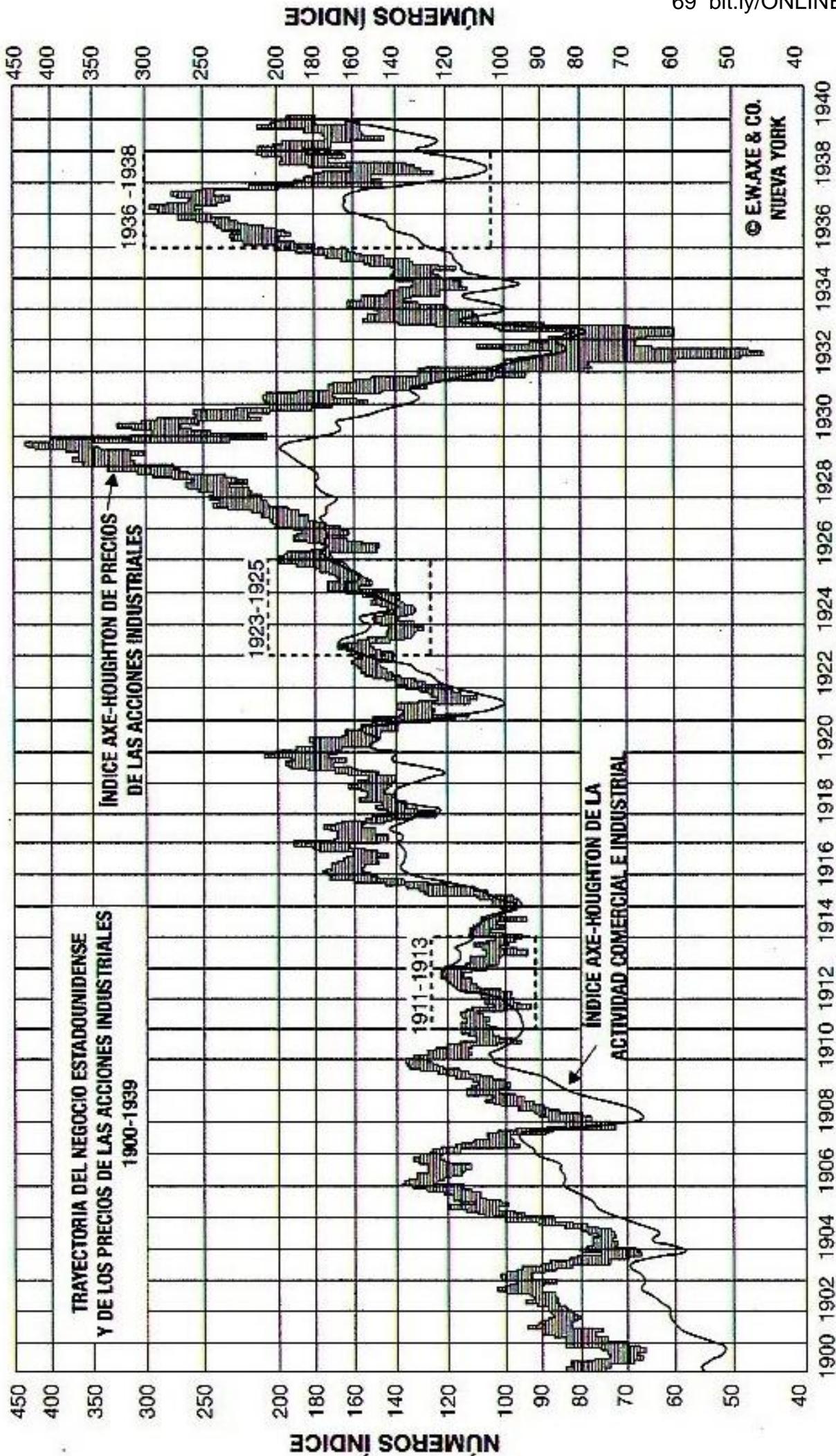
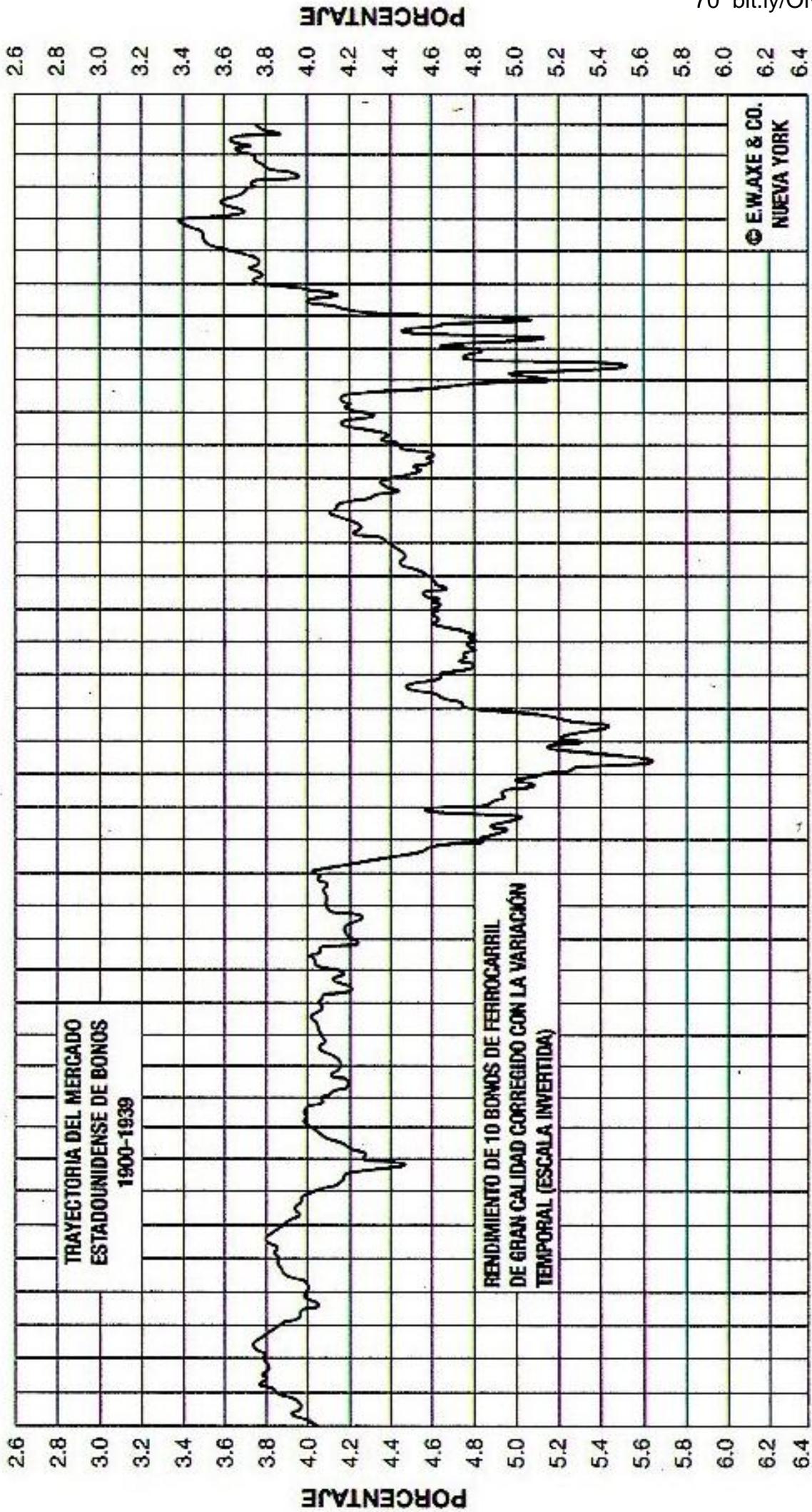


Gráfico B



3. El valor del dólar. Si el inversor estuviera seguro de que el valor del dólar va a experimentar una fuerte caída, sin duda preferiría unas acciones ordinarias o invertir en materias primas en vez de hacerlo en bonos. En la medida en que la inflación, en su sentido más amplio, sigue siendo una posibilidad, la política de inversiones del comprador de bonos típico es cada vez más desconcertante. Los argumentos a favor y en contra de la inflación última tienen el mismo peso, y hay que decidir entre los dos. La trayectoria del nivel de precios desde 1933 parecería desmentir el temor a la inflación, pero el pasado no es necesariamente concluyente con respecto al futuro. La prudencia puede sugerir cierto compromiso con el comportamiento inversor, incluir una parte de acciones ordinarias o de bienes tangibles, destinados a aportar cierta protección contra una fuerte caída en el valor del dólar. Tal comportamiento híbrido conllevaría sus propios problemas, y en el último análisis cada inversor deberá decidir él mismo qué riesgos alternativos está dispuesto a correr.

B. Bonos especulativos y acciones preferentes

Los problemas asociados a esta amplia categoría de productos financieros no son inherentes a la propia categoría, sino que derivan más bien de los que conllevan bonos y acciones ordinarias, entre los cuales se encuentran. Los amplios principios que subyacen en la compra de los títulos preferentes especulativos siguen siendo, en nuestra opinión, los mismos de siempre: (1) un riesgo de pérdida de capital no puede ser compensado tan solo por un rendimiento superior, sino que debe ir acompañado por una oportunidad acorde de beneficio del capital; (2) en general, es más sensato tratar estas emisiones como si fueran acciones ordinarias, reconociendo su limitación de reclamación, que considerarlas como un tipo inferior de títulos preferentes.

C- El problema de la inversión en acciones ordinarias

La especulación en acciones ordinarias, tal y como el término se ha entendido siempre, no es tan difícil de entender como resulta el practicarlo con éxito. El especulador arriesga claramente su dinero partiendo de suposiciones o juicios del mercado general o del comportamiento de unas acciones concretas, o posiblemente de algún desarrollo futuro de los negocios de una empresa. No hay duda de que los problemas de los especuladores han cambiado a lo largo de los años, pero somos del parecer que las cualidades y la formación necesarias para apostar con éxito, además de las probabilidades matemáticas contra él, no son básicamente distintas ahora de lo que eran antes. Pero la especulación en acciones, como tal, no se ajusta a la temática de este libro.

Práctica actual. Sin embargo, sí nos ocupa la inversión en acciones ordinarias, que definiremos provisionalmente como la compra basada en el análisis de valores y controlada por criterios claros de seguridad del capital. Si observamos las prácticas actuales para deducir cuáles son estos criterios, hallaremos poca cosa más allá del concepto un tanto indefinido de que «una buena acción es una buena inversión». Las acciones «buenas» son las de (1) empresas líder con un historial satisfactorio, una combinación en la que se confía para que dé buenos resultados en el futuro, o bien (2) cualquier empresa bien financiada que se crea con perspectivas especialmente atractivas de ganancias futuras crecientes. (Ya en 1940 podíamos citar a Coca-Cola como ejemplo del caso 1, a Abbott Laboratories como ejemplo del caso 2, y a General Electric como ejemplo de ambos.)

No obstante, aunque el mercado de valores tiene ideas muy claras y aparentemente lógicas en cuanto a la calidad de las acciones ordinarias que adquiere como inversión, sus criterios cuantitativos —que gobiernan la relación del precio con su valor determinado— son tan indefinidos que prácticamente no existen. El análisis de balances se considera totalmente fuera de lugar. El promedio de ganancias tiene poca importancia cuando hay una tendencia pronunciada. El llamado ratio precio-beneficio se aplica de distintas formas, a veces al pasado, a veces al presente y a veces al futuro inmediato. Pero el propio ratio tiene poco criterio, puesto que está controlado por la práctica de la inversión, en lugar de controlarla él. No tenemos ninguna prueba de que en algún momento, desde 1926 hasta la actualidad, los inversores de acciones ordinarias hubieran vendido sus participaciones porque a ratios precio-beneficio fueran demasiado altas.

Cómo la práctica actual de los inversores en acciones ordinarias, incluyendo prácticamente sin excepción los fondos de inversión, se pueden cualificar de inversión en vista de esta ausencia virtual de criterios de control escapa a nuestra comprensión. Sería mucho más lógico llamarlo «especulación en acciones de empresas fuertes». Desde luego, los resultados en la Bolsa de tales «inversiones» han sido imposibles de diferenciar de los de la especulación de los viejos tiempos, excepto tal vez por el factor margen. Una ratificación llamativa de esta afirmación —aplicada los años posteriores al crac de 1929—, se obtiene si comparamos la oscilación de precios de General Electric desde 1930 con el de las acciones ordinarias en general. Las siguientes cifras muestran que las de General Electric —que es tal vez la emisión de acciones principal y sin duda la que lleva más tiempo afianzada en el sector industrial—, ha fluctuado mucho más en precio de mercado que el grueso de las acciones ordinarias.

Franja de precios de las acciones ordinarias de General Electric, industriales de Dow-Jones, y estadísticas estándar del índice de acciones industriales 1930-1939

Año	General Electric		Industriales de Dow-Jones		Estadísticas estándar ¹	
	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo
1930	95 ³ / ₈	41 ¹ / ₂	294,1	157,5	174,1	98,2
1931	54 ³ / ₄	22 ⁷ / ₈	194,4	73,8	119,1	48,5
1932	26 ¹ / ₈	8 ¹ / ₂	88,8	41,2	63,5	30,7
1933	30 ¹ / ₄	10 ¹ / ₂	108,7	50,2	92,2	36,5
1934	25 ¹ / ₄	16 ⁷ / ₈	110,7	85,5	93,3	69,3
1935	40 ⁷ / ₈	20 ¹ / ₂	148,4	96,7	113,2	72,8
1936	55	34 ¹ / ₂	184,9	143,1	148,5	109,1
1937	64 ⁷ / ₈	34	194,4	113,6	158,7	84,2
1938	48	27 ¹ / ₄	158,4	99,0	119,3	73,5
1939	44 ⁵ / ₈	31	155,9	121,4	118,3	86,7

¹ Índice semanal de precios (1926=100) de 350 emisiones industriales en 1939 y 347 emisiones en años previos.

Resulta casi del todo absurdo que la Bolsa afirmara, en 1937, que General Electric Company valía 1.870.000.000 dólares, y prácticamente un año más tarde sólo valía 784.000.000 dólares. No había sucedido nada en esos doce meses como para que se destruyera más de la mitad del valor de esta potente empresa, ni tampoco los inversores fingieron siquiera reclamar que la caída de sus ganancias entre 1937 y 1938 tenía alguna importancia permanente para el futuro de la empresa. General Electric vendía a 64 7s porque el público se sentía optimista, y a 27 V* porque el mismo público estaba pesimista. Hablar de estos precios como si representaran «valores de inversión» o «evaluación de los inversores» es tergiversar el lenguaje o violentar el sentido común, o ambas cosas a la vez.

Cuatro problemas. Suponiendo que un comprador de acciones ordinarias buscara unos criterios definitivos de inversión con los que guiar sus operaciones, podría muy bien prestar atención a cuatro aspectos fundamentales: (1) el futuro general de los beneficios de la empresa; (2) el diferencial de calidad entre una empresa y otra; (3) la influencia de los tipos de interés sobre los dividendos o el rendimiento en ganancias que debería exigir y, finalmente, (4) la medida en que sus compras y ventas

han de estar gobernadas por el factor momento, separadamente del precio.

El futuro general de los beneficios de la empresa. Si estudiamos estas cuestiones basándonos en experiencias pasadas, nuestra reacción más evidente será seguramente un escepticismo generalizado con respecto al criterio sólido que mantiene la Bolsa en todos los temas relativos al futuro. Los datos en nuestra primera tabla muestran con bastante claridad que el mercado había subestimado el atractivo del conjunto de las acciones ordinarias industriales en los años anteriores a 1926. Sus precios representaban, en general, una evaluación bastante cautelosa de las ganancias pasadas y actuales, sin ningún síntoma de que se hubiera pagado primas por las posibilidades de crecimiento inherente en las empresas líder de la rápida expansión del bienestar. En 1913, las emisiones de ferrocarril y tracción conformaban la mayoría de inversiones en bonos y acciones. En 1925, buena parte de las inversiones en tranvías corrían peligro por el desarrollo del automóvil, pero ni siquiera ahí había disposición de percibir una amenaza similar sobre los ferrocarriles de vapor.

El amplio reconocimiento del factor de crecimiento futuro en las acciones ordinarias se manifestó por primera vez como una influencia en la Bolsa en un momento en el que, de hecho, los factores más dinámicos de nuestra expansión nacional (desarrollo territorial y rápido incremento de población) ya no eran operativos, y nuestra economía estaba a punto de enfrentarse a graves problemas de inestabilidad que surgían de estas mismas pruebas para el factor crecimiento. Las sobretasaciones de los años de la nueva era se extendieron a casi todas las emisiones que hubieran tenido un período, ni que fuera muy breve, de incremento de ganancias para que fuera recomendable, pero se acordó un favor especial a las empresas públicas y a los grupos de cadenas comerciales. En 1931, incluso los altos precios pagados por estas emisiones indicaban poca conciencia de sus limitaciones inherentes, igual que cinco años más tarde el mercado seguía sin apreciar los cambios esenciales que estaban teniendo lugar en la posición de las acciones de los bonos y las acciones de ferrocarril.

Diferenciales de calidad. En 1940 la Bolsa tenía sus características bien definidas, fundadas básicamente en la experiencia del pasado reciente y en las perspectivas más evidentes de futuro. La tendencia a favorecer a las empresas más grandes y sólidas es tal vez más acentuada que nunca. Y así lo ratifica el historial desde 1929, que indica, según creemos, no solo una mejor resistencia ante la crisis sino una recuperación más completa del poder de ganancia en el caso de las empresas líderes que en el de las secundarias. Puede observarse también la habitual predilección por ciertos sectores industriales, incluidas algunas empresas de menor tamaño. Las más destacadas son las acciones de la industria química y aeronáutica, las primeras debido a su destacado historial de crecimiento mediante la

investigación, las segundas por el gran influjo de los pedidos de armamento.

Sin embargo, estas preferencias del mercado bursátil actual, pese a que resultan fáciles de entender, pueden suscitar alguna que otra pregunta en la mente de los escépticos. Lo primero que hay que tener en cuenta es la extraordinaria disparidad entre los precios de las emisiones más prominentes y las menos populares. Si se toman como criterio las ganancias medias del período 1934-1939, resulta que las «acciones buenas» se estarían vendiendo a dos o tres veces el precio de otras acciones. En términos de valor de activos, la diferencia es mucho mayor, puesto que, obviamente, las acciones más populares han tenido un rendimiento mucho mayor sobre el capital invertido. Ignorar el valor de los activos ha llegado hasta tal punto que incluso los activos circulantes reciben muy poca atención, de modo que hasta una empresa moderadamente rentable probablemente estará vendiendo a un precio considerablemente inferior a su valor de liquidez si resulta que es rica en capital circulante.

La relación entre «acciones buenas» y otras acciones ha de considerarse en función de lo que cabe esperar de los negocios estadounidenses en general. Cualquier predicción sobre este último punto sería tremendamente imprudente; pero debemos señalar que el historial de los últimos quince años no constituye por sí solo la base de una expectativa de un movimiento ascendente a largo plazo en volumen y ganancias. Siempre y cuando juzguemos el futuro a partir del pasado debemos reconocer una transformación más bien completa en el panorama de 1940 con respecto al de 1942. En el primero, un aumento secular en la producción y un avance regular en la cifra tomada como «normal» fueron dados por válidos, si bien, como vemos, el promedio de 1923-1925 de producción industrial —antes tomado como 100 en los índices de la Federal Reserve Board— todavía debe considerarse un máximo tan normal como podemos pronosticar. Ni que decir tiene que el inversor no negará la posibilidad de una nueva subida secular, pero lo que para él importa es que no puede contar con ella.

Si esta es la hipótesis de trabajo de la Bolsa actual, se deduce que los compradores de acciones esperan otro incremento en las ganancias de las empresas grandes a expensas de las demás. Tal expectativa parece ser la base teórica del alto precio de un grupo y del bajo precio que encontramos en todos los demás. Que las acciones con una tendencia positiva en el pasado y unas perspectivas favorables valen más que las demás es una obviedad, pero ¿no es posible que Wall Street haya llevado su subjetividad demasiado lejos, en este y en muchos otros casos?, ¿no podría la típica empresa grande y próspera estar sujeta a una limitación doble: primero,

que su propio tamaño excluya un crecimiento espectacular posterior; segundo, que su alta tasa de ganancias sobre el capital invertido la haga vulnerable al ataque, no de la competencia, sino de las regulaciones?

Es posible que también las pequeñas empresas y los sectores menos populares, como categoría, puedan estar claramente infravalorados tanto en términos absolutos como en relación a las acciones favorecidas. Desde luego eso podría ser cierto en teoría, puesto que en cierto nivel de precios las acciones buenas ha de resultar que se han vendido demasiado altas y las otras demasiado bajas. Hay sobrados motivos, aunque no concluyentes, para pensar que este punto ya se alcanzó en 1940. Los dos posibles puntos de flaqueza en las «acciones buenas» van en paralelo con las correspondientes posibilidades favorables en las otras. Las numerosas acciones que se venden por debajo del valor neto de activo circulante, incluso en mercados normales, son un potente indicador de que el favoritismo de Wall Street ha sido exagerado. Finalmente, si profundizamos un poco más en el análisis, nos daremos cuenta de que las empresas más pequeñas representan cientos de miles de empresas privadas, de todos los tamaños, del país entero. Al parecer, Wall Street estaría prediciendo un declive continuado de todos los negocios, excepto los más grandes, que deberían florecer poderosamente. En nuestra opinión, dicha evolución no es ni económicamente probable ni políticamente posible.

Se podrían exponer dudas similares en cuanto al énfasis de la Bolsa sobre ciertos sectores favorecidos. Esto es algo que, por la naturaleza del caso, siempre debe exagerarse, puesto que no hay estudios cuantitativos del entusiasmo del público por lo que le gusta. No solo el mercado ha llevado invariablemente su optimismo demasiado lejos, sino que ha mostrado una actitud sorprendente para favorecer industrias que pronto resultaron estar enfrentándose a una evolución adversa. (Pensemos en las acciones de harineras de 1925, en las acciones de radio y refrigeración de 1927, en las acciones de empresas públicas y de cadenas comerciales en 1928-1929, en las acciones de licores en 1933.) Resulta interesante comparar el anhelo de los inversores por comprar acciones de Abbott Laboratories en 1939 y su relativa indiferencia por American Home Products, la primera, considerada una empresa farmacéutica con perspectivas brillantes, la otra con perspectivas tan solo mediocres. Esta distinción tal vez fue sólida y astutamente orquestada; pero el estudiante que recordara el entusiasmo no tan remoto del mercado por el propio American Home Products y sus compañeros (en especial, Lambert) en 1927 no podía estar muy seguro del resultado.

Tipos de interés. Llegados ahora al tercer punto de interés, a saber, la relación entre los tipos de interés y los precios de las acciones ordinarias,

está claro que si los actuales rendimientos bajos de los bonos son permanentes, deberían producir el correspondiente declive en los rendimientos medios de las acciones y un avance en el valor de un dólar de poder adquisitivo esperado, comparado, por ejemplo, con la situación de 1923-1925. La valoración de las ganancias más liberal hecha en 1936-1938, como indican los datos relacionados con el Promedio Industrial Dow-Jones de la pág. 58, parecería por tanto justificada por el cambio en el tipo de interés a largo plazo. Sin embargo, surge la pregunta desconcertante de si la caída en los tipos de interés no está fuertemente relacionada con el cese de la expansión secular del negocio y con una caída en la rentabilidad media del capital invertido. Si es así, los factores de débito en los valores de las acciones en general pueden superar la influencia crediticia de los bajos tipos de interés, y un dólar típico de poder adquisitivo en 1936-1938 podría no haber valido más de lo que había valido realmente una década y media antes.

El factor momento. En años recientes se ha dado una importancia creciente a la idoneidad de comprar o vender en el momento oportuno, diferenciándolo de «al precio oportuno». En períodos anteriores, cuando los precios de las acciones no acostumbraban a fluctuar tanto, no se daba tanta importancia al momento de la compra. Entre 1924 y 1929, se desarrolló una confianza, conveniente pero bastante engañosa, en el crecimiento futuro ilimitado de las acciones sólidas, de modo que cualquier error de calendario se podía sin duda rectificar mediante la recuperación del mercado siempre al alza. La pasada década ha sido testigo de fluctuaciones muy amplias sin una tendencia al alza a largo plazo, excepto en una serie relativamente pequeña de acciones. En estas condiciones no debe sorprendernos que una inversión exitosa, como la buena especulación, esté indefectiblemente asociada al momento oportuno de comprar y vender. Por lo tanto, vemos que la predicción de los grandes movimientos del mercado se convierte ahora en una parte integral del arte de invertir en acciones ordinarias.

La validez de los métodos de predicción es quizá tema de un extenso estudio y, tal vez, de una vigorosa controversia. A estas alturas debemos contentarnos con un breve juicio, que puede reflejar nuestros propios prejuicios junto a nuestras investigaciones. Nuestro punto de vista es que el momento oportuno en la Bolsa no se puede adivinar correctamente a menos que el momento de comprar esté relacionado con un nivel de precios atractivo y medido según criterios analíticos. De manera similar, el inversor debe captar principalmente su oportunidad de vender no de las llamadas señales del mercado técnico, sino de un avance en el nivel de precios que va más allá del nivel justificado por los estándares objetivos de valor. Puede ser que dentro de estos límites primordiales haya

refinamientos de la técnica bursátil que puedan dar un momento más adecuado y unos resultados globales más satisfactorios. Y sin embargo no podemos evitar sacar la conclusión de que el principio más generalmente aceptado del momento —es decir, la compra solo debe hacerse después de que haya una subida anunciada— se opone básicamente a la naturaleza esencial de la inversión. Tradicionalmente, el inversor ha sido un hombre paciente y de valientes convicciones que compra cuando los especuladores, agobiados o desanimados, están vendiendo. Si el inversor debe ahora aguantar hasta que el mercado lo anime, ¿cómo va a diferenciarse del especulador? Y, por lo tanto, ¿merecerá algo mejor que el destino del especulador medio?

Conclusión. Nuestra búsqueda de criterios de inversión definitivos para el comprador de acciones ordinarias ha dado más advertencias que propuestas concretas. Hemos llegado al viejo principio de que el inversor ha de esperar períodos de negocio y niveles de mercado deprimidos para comprar acciones ordinarias representativas, puesto que es poco probable que pueda adquirirlas en otros momentos, salvo que quiera hacerlo a unos precios que en el futuro pueda lamentar. Por otro lado, las más o menos miles de las llamadas «empresas secundarias» deberían ofrecer, al menos, unas cuantas auténticas oportunidades de inversión bajo cualquier condición, excepto quizás en pleno apogeo de un mercado al alza. Este terreno, amplio pero bastante impopular, puede representar el reto más lógico para los intereses del inversor de buena fe y para el talento de los analistas de productos financieros.

Primera parte

Visión general y enfoque

Introducción a la primera parte,
por Roger Lowenstein

Lecciones fundamentales

Si se le preguntara al lector moderno qué tienen en común los bonos basura de 1980, las acciones punto com de finales de la década de 1990 y, más recientemente, las diferentes carteras de hipotecas *subprime* de 2000, la primera respuesta correcta sería que todos ellos cayeron en picado desde un precio muy elevado hasta uno muy próximo a cero. Se puede incluir, por añadidura, el valor neto del activo y la reputación del fondo de cobertura más inteligente, el Long-Term Capital Management (LTCM). La segunda respuesta acertada es que todas fueron un desastre de inversión, cuyos riesgos podían haberse evitado mediante una tranquila lectura de *Security Analysis*. Graham y Dodd escribieron su primera edición en 1934 y revisaron el texto en 1940 —unas cuatro décadas antes de que Michael Milken se convirtiera en un nombre familiar y sesenta años antes de la histeria de las hipotecas ajustables y no documentadas—. Los autores del libro abogaban por algo más que por el escepticismo generalizado. Ellos prescribieron (como veremos) una serie de medidas específicas, cada una de las cuales podría servir como medida preventiva contra uno o más de los fracasos nombrados anteriormente y contra las modas de inversión a las que estos están asociados.

Así como el libro fue recibido por los inversionistas serios como un clásico del momento, no puedo decir que desalentara la tendencia a especular de Wall Street o del público. Si se me permite aventurar una conjetura del motivo, diré que incluso el inversionista experimentado se comporta a menudo como un conductor adolescente que coge el volante por primera vez. Oye los consejos de que tenga cuidado, de que evite las carreteras con hielo y todo eso, y los almacena en esa parte remota de la memoria reservada a sepultar los consejos de los padres. Seguramente no desea destrozarse el coche de la familia, pero evitar un accidente no es lo que más le preocupa porque cree que eso no le va a pasar. Con el inversionista sucede algo parecido: su objetivo es hacer dinero, no evitar los miles de accidentes que pueden ocurrir en el terreno de la inversión. Y sospecho que Graham y Dodd han sido ignorados por aquellos que tienen la falsa idea de que hacer una cantidad considerable de dinero requiere tomar riesgos importantes. De hecho, es justamente lo contrario. Evitar pérdidas importantes es una *condición previa* para mantener una alta tasa de

crecimiento compuesto.

En veinticinco años como periodista financiero, prácticamente todos los inversionistas con los que he colaborado y que han tenido ganancias de forma habitual han sido los seguidores de Graham y Dodd. El más famoso, por supuesto, es Warren Buffett, y también es el más ilustrativo. Cuando Buffett se convirtió, en 1950, en el alumno y discípulo de Graham, era un joven flaco y huesudo de veinte años que le confió a un amigo que iba a estudiar en la Columbia Business School con un par de «peces gordos» (se refería a Benjamín Graham y a su adjunto David Dodd).¹ Y años más tarde fue el primero en admitir que había movido las acciones que formaban parte de las lecciones de su maestro. Buffett fue un adaptador. No imitó a su mentor al pie de la letra. Comenzó con algunos tipos de acciones de Ben Graham, como los de Berkshire Hathaway, que en aquel entonces era un pujante fabricante textil, y se cambió a Walt Disney y American Express, que poseía menos en activos tangibles pero más en valor económico. Este *método* es consistente (aunque no lo fuera la selección de los productos financieros que obtenía).

Esta metodología, que es aplicada con éxito por una minoría de inversionistas fieles y otros profesionales, es la que hace de *Security Analysis* un mapa de ruta perdurable. Una obra que todavía hoy es la Biblia que hace que nos apartemos de las carreteras con hielo, pero es también un manual de instrucciones para identificar las mejores y más seguras inversiones.

Los inversionistas en activo reconocían sin dudar a aquellos que estaban matriculados en las clases de Graham, algunos de los cuales salían corriendo del aula para llamar a sus agentes de Bolsa y darles los nombres de las acciones que el profesor Graham había utilizado como ejemplos. Uno de los últimos agentes de Bolsa exitosos aseguraba que los consejos de Graham eran tan valiosos que la gente pagaba por entrar en sus clases. Sea cual sea la verdad, Graham era un tipo de académico raro, un teórico que también ejercía. Un breve perfil del ser humano que había detrás nos ayudará a conocerlo mejor.^{36 37} Personalmente, Graham era la caricatura del profesor despistado —entusiasta de los clásicos, estudiosos del latín y el griego, y traductor de poesía en español— que podía acudir al trabajo con un par de zapatos distintos y que no mostraba ningún interés por el dinero. Pero intelectualmente su curiosidad no tenía rival. Cuando se graduó en 1924 en la Universidad de Columbia, le ofrecieron ocupar las plazas de profesor de inglés, matemáticas y filosofía. Sin embargo,

³⁶ Roger Lowenstein, *Buffett: The making of an American capitalist*, Nueva York, Random House, 1955, p. 35.

³⁷ Lowenstein, *Buffett*, p. 37.

aconsejado por el decano de la universidad, se marchó a Wall Street, aunque lo hizo como si se tratara de estudiar otra asignatura, es decir, una disciplina sujeta a principios lógicos y comprobables (aunque algunos aún estaban por descubrir).

Gravitaba por la gestión de capital, en lo que era brillante, combinándola con la escritura y la enseñanza. Veinte años le llevó a Graham —o lo que es lo mismo, un ciclo completo del mercado al alza de los Felices Años Veinte hasta los negros y ruinosos días que tuvieron lugar a comienzos de la década de 1930— forjar su filosofía de la inversión hasta convertirla en una disciplina tan rigurosa como los teoremas de Euclides que había estudiado en el colegio.

Una disciplina analítica

La metodología analítica que emplean los autores es muy clara desde el primer capítulo, en realidad, es la piedra angular de la primera parte del libro, en la cual Graham y Dodd exponen los parámetros fundamentales de la obra. Prometen usar «principios establecidos y lógicos», o lo que ellos denominan «el método científico», y por eso reconocen que, como ocurre con el derecho y la medicina, la inversión no es una ciencia pura sino una disciplina en la que intervienen tanto la técnica como la suerte. *Security Analysis* es su receta para incrementar al máximo la influencia de lo antiguo y minimizar la de lo más nuevo. Este no es un libro para quien quiera confiar su cartera de valores a la suerte. Está dedicado al *inversionista*, como figura contrapuesta al especulador, y las diferencias que Graham y Dodd trazan entre ambos siguen siendo el centro de su trabajo.

Los inversionistas de los tiempos de Graham se manejaban en un ámbito realmente diferente al de nuestros días. Las depresiones económicas, periódicas y, a menudo, graves que se padecían son bien distintas de las recesiones ocasionales y generalmente leves que hemos venido experimentando recientemente. Ellos no confiaban demasiado en que el futuro trajera prosperidad y tenían una información menos fiable sobre títulos específicos. Por estas razones se inclinaban más por invertir en bonos que en acciones, sobre todo en los bonos de empresas industriales muy conocidas. Y los nombres de las empresas principales apenas cambiaban año tras año e incluso década tras década. La industria estadounidense cada vez estaba más regulada y no era tan dinámica como lo es en la actualidad. Wall Street era un club exclusivo e invertir era un pasatiempo para gente rica, no el deporte popular que es en la actualidad. El marco de las posibilidades de inversión también era más estrecho. En cuanto a las «inversiones alternativas», basta decir que invertir en un

negocio que acababa de ponerse en marcha y que todavía tenía que generar beneficios se hubiera considerado una locura.

Los cambios en el mercado de valores han sido tan profundos que a cualquiera le parecería increíble que un manual de inversiones, que fue escrito en la década de 1930, tuviera alguna relevancia en la actualidad. Y es que la naturaleza humana no cambia. La gente todavía oscila entre unas subidas delirantes y unas bajadas depresivas, y los inversionistas modernos se parecen mucho más de lo que creen a sus abuelos, e incluso a sus bisabuelos, en su insaciable sed de obtener beneficios rápidos, en su desprecio por la dura labor de los estudios serios y su pensamiento independiente. En aquel entonces, como ahora, era necesaria la disciplina para triunfar sobre los demonios (sobre todo emocionales) que bloquean a la mayoría de los inversionistas. Y la esencia del análisis financiero no ha cambiado mucho.

En la década de 1930 había una opinión generalizada de que los bonos eran seguros —muy apropiados como «inversión»— y que las acciones eran inseguras. Graham y Dodd rechazaron esta regla, como hicieron, de manera más general, con la idea de confiar en la clase de producto financiero. Aceptaron que las diferentes emisiones de una cadena empresarial de alimentación (bonos prioritarios, deuda subordinada, acciones preferentes y ordinarias) no eran tan diferentes, sino que más bien constituían la parte de un todo. Y pese a que un obligacionista, es cierto, tiene prioridad económica y también legal sobre un accionista, no es la obligación contractual la que proporciona seguridad al obligacionista, según los autores del libro, sino «la capacidad de la empresa deudora de cumplir con sus obligaciones». Y se entiende que (dejando a un lado el amparo fiscal que proporciona el gasto de intereses) las peticiones de los obligacionistas no pueden valer más de lo que le costaría el activo neto de la empresa al propietario de una empresa que se mantiene libre de deudas.

Esto parece obvio, pero no estuvo nada claro para los acreedores de Almacenes Federated Department Stores (que operaban con Bloomingdale's y otros comercios de tecnología punta) durante la fiebre de los bonos basura de finales de la década de 1980. Los bancos de inversión habían descubierto, sin ningún tipo de vergüenza, que podían vender bonos basura a un público que se lo creía todo, independientemente de la capacidad que tuvieran las entidades emisoras de reembolsarlos. En 1988, Federated acordó una adquisición apalancada con Robert Campeau, promotor inmobiliario y aventurero empresarial canadiense, que comprometió a la empresa en lo sucesivo a unos gastos anuales por

intereses de 600.000.000 de dólares. Esta era una cifra bastante sorprendente porque Federated ingresaba solo 400.000.000 de dólares.³⁸ Por consiguiente, los bonos de Federated violaban la regla de que los acreedores nunca pueden obtener de una empresa más de lo que esta posee en ese momento. (También violaron el sentido común.) No habían transcurrido aún dos años cuando Federated se declaró en quiebra y sus bonos se hundieron. No es necesario decir que los inversionistas no habían leído a Graham y Dodd.

Según las preferencias de la época, *Security Analysis* trata el tema de los bonos de un modo más exhaustivo que si lo hubieran abordado en la actualidad (otro signo distintivo de la Gran Depresión es que se hace poco hincapié en el riesgo en que la inflación puso a los obligacionistas). Sin embargo, el argumento general contra la calificación de los productos financieros según su clase o clasificación formal es más mordaz que nunca. Puede que los inversionistas hayan superado (exageradamente) su temor a las acciones pero igualmente caen en trampas muy simplistas, como es suponer que la inversión sobre el índice bursátil siempre es y será un acto prudente, o incluso hasta hace poco, o que el sector inmobiliario «nunca baja». La contrarréplica de Graham y Dodd continúa vigente: *con un precio*, cualquier producto financiero puede ser una buena inversión, pero, repetimos, ninguno es seguro en virtud de su clase. Como tampoco es seguro que algo tan respetado y ampliamente reconocido como es una acción *blue chip* (de elevado rendimiento) proteja a los inversionistas de tener pérdidas. Graham y Dodd citaban a la empresa AT&T, cuyo precio se desplomó en 1929 de 494 dólares por acción, a un precio durante la Depresión de 36 dólares. Los actuales lectores recordarán al notable vastago de Ma Bell, Lucent Technologies, el cual a finales de la década de 1990 fue el máximo *blue chip* de todos los tiempos —la querida de los inversionistas institucionales— hasta que se derrumbó, desde 80 dólares hasta menos de 1 dólar.

Graham y Dodd se valieron del ejemplo de la AT&T y de la locura general de finales de los años 20 para argumentar que la norma de una inversión no puede estar basada en factores «psicológicos», como popularidad o renombre, ya que esto permitiría al mercado inventarse nuevos patrones cuando la moda pasara. El parecido con la burbuja de Internet de finales de la década de 1990 es escalofriante, porque lo que realmente hicieron los denominados inversores fue inventarse patrones. Los promotores alegaban que las acciones ya no necesitaban beneficios, y la flor y nata de Wall Street —empresas como Morgan Stanley, Goldman Sachs y Merrill Lynch— no dijo nada acerca de lo que significaba revender

³⁸ Louis Lowenstein, conferencia en la Columbia University, primavera de 1989.

a precios altos emisiones de empresas que no tenían la menor posibilidad de lograr ganancias.

Cuidado con la esperanza en la capitalización

Cuando Graham y Dodd advirtieron contra «la capitalización de negocios con futuro fundamentados en conjeturas», bien podían haberse estado refiriendo a la saga de final de siglo que fue la de Internet Capital Group (ICG). Este grupo proporcionaba capital inicial a los nuevos proyectos en marcha basados en la Red, la mayoría de los cuales intentaban comenzar sus negocios *online*. Esta empresa puso dinero al menos en 47 negocios con futuro con una inversión total de 350.000.000 de dólares. En agosto de 1999, la propia ICG entró en Bolsa con un precio de 6 dólares la acción. Al final de ese mismo año, en medio de la euforia por las acciones de Internet, se estaba vendiendo a 6 dólares. Con ese precio, el grupo se valoró en 46.000 millones de dólares. Teniendo en cuenta que la empresa tenía poco valor aparte de sus inversiones en los nuevos negocios, el mercado asumía que, por término medio, los cuarenta y siete proyectos que había capitalizado generarían un rendimiento medio de más de 100 a 1. ¡Hablando de la esperanza en la capitalización! La mayoría de inversionistas no consigue un rendimiento medio de 100 por 1 ni una sola vez en su vida. En un par de años, las acciones de ICG cotizaron a 25 centavos.

Estos esbozos de casos, aunque son útiles y también entretenidos, están hoy en desuso, y sirven para mostrarnos lo que *no* se debe hacer. Solo después de una considerable exposición, Graham y Dodd nos trazan la línea que separa la especulación de la inversión, y es solo entonces cuando nos podemos hacer una idea de *qué hacer*. «Una inversión —señalan con acierto— es una operación que promete la seguridad del capital principal y una rentabilidad satisfactoria.»

La palabra clave de esta definición es «promete». Eso no supone una garantía acorazada (algunas promesas se rompen y con algunas inversiones se pierde dinero), pero sí un alto grado de certidumbre. Nadie hubiera dicho de una empresa como Internet Capital Group que «prometía» seguridad. Sin embargo, como este puede parecer un caso demasiado obvio, analizaremos unas acciones mejor establecidas y con un precio más razonable, como es el caso de las acciones de Washington Mutual. A finales de 2006, muchos de sus accionistas se hubieran considerado a sí mismos «inversionistas». El banco era grande y estaba muy diversificado geográficamente; había aumentado sus beneficios nueve años antes de su declive (leve) en 2006. En esos diez años sus acciones habían aumentado más del doble.

Así es, «WaMu», cómo se conoce a esta empresa, posee una importante cartera de hipotecas, incluyendo hipotecas *subprime*. Este tipo de hipotecas se han extendido por Estados Unidos con una creciente falta de solidez (lo que significa que son concedidas a prestatarios de crédito dudoso), y los impagos han dado pie a los créditos. Pero WaMu era vista con veneración. Se decía que tenía las herramientas más sofisticadas de determinación del riesgo y sus cuentas públicas eran tranquilizadoras. La carta de su presidente ejecutivo, al final del ejercicio, aplaudía a su empresa por estar «en posición [...] de entregar unos resultados de gestión de 2007 más fuertes». El *stock picker* (seleccionador de valores) casual, incluso el profesional, definiría sin problemas a WaMu como una «inversión».

No obstante, Graham y Dodd insistieron en que «la seguridad debe fundamentarse en el estudio y en los estándares», sobre todo, en los análisis de los estados financieros publicados. Durante 2006, el informe anual de WaMu indicaba un balance de 20.000 millones de préstamos *subprime*, los cuales equivalían al 80% del capital de todos sus accionistas (aunque WaMu no hizo esta conexión). Es más, la cartera de valores *subprime* se había doblado en cuatro años. WaMu había convertido en una práctica no incluir estos préstamos en el balance, convirtiéndolos en valores y vendiéndolos a los inversionistas. Pero, como podemos observar, si las tasas de morosidad subían, los inversionistas podrían tener menos necesidad de préstamos *subprime* y WaMu podría acabar atrapada por ellos. Y las tasas de morosidad estaban creciendo. Los préstamos *subprime* que estaban considerados «no rentables» habían saltado hasta el 50% en el ejercicio anterior y se habían triplicado en cuatro años. El riesgo de impagos era especialmente elevado porque WaMu había emitido muchos préstamos por encima del tradicional 80% del valor de la vivienda, lo que significaba que, si el mercado inmobiliario se debilitaba, algunos clientes deberían más de lo que valían sus viviendas.

WaMu tenía una cartera de valores aún mayor —de cerca de 100.000 millones de dólares— de hipotecas tradicionales (las que se tasaban a un precio más alto que las *subprime*). Sin embargo, incluso muchos de estos préstamos no eran realmente de los «tradicionales». La tasa de interés del 60% de las hipotecas de toda su cartera de valores tuvo que ser ajustada dentro del ejercicio, lo que significó que sus clientes iban a enfrentarse con tasas repentinamente más elevadas, y, por lo tanto, potencialmente impagables. WaMu reveló que toda esa gente se había ahorrado una ejecución hipotecaria debido el constante aumento de los precios de las viviendas.

Esta era una confesión bastante fuerte, especialmente porque —como observó el banco— «los niveles de revalorización bursátil que se habían

experimentado durante los últimos cinco años era posible que ya no continuaran». De hecho, la recesión inmobiliaria comenzaba a ser noticia nacional. WaMu había apostado su rancho en un mercado al alza y ahora el mercado se estaba desplomando.

Un análisis del texto incluido en los estados financieros podría suponer mucho esfuerzo (el informe anual de WaMu era de 194 páginas), y realmente significaba mucho trabajo. Pero nadie que se hubiera molestado en leer ese informe anual hubiera podido llegar a la conclusión de que WaMu prometía seguridad. Por consiguiente, el inversionista seguidor de Graham y Dodd se hubiera ahorrado el disgusto de ver caer los precios de las viviendas al tiempo que las pérdidas experimentaban una enorme escalada. Dichas pérdidas enseguida desvelarían su naturaleza catastrófica. A finales de 2007, WaMu dejó el negocio de las *subprime* y echó a miles de empleados a la calle. Durante el cuarto trimestre, declaró unas pérdidas de cerca de 2.000 millones de dólares, y en todo ese ejercicio sus acciones sufrieron una caída del 70%.

Teniendo en cuenta que las tendencias del mercado (como descubrió WaMu) pueden cambiar con rapidez, Graham y Dodd aconsejaban a sus lectores invertir con bases más sólidas, es decir, en función del valor intrínseco del producto financiero. Ellos nunca —resulta sorprendente— definieron el término, pero nosotros enseguida comprendimos su significado. El «valor intrínseco» es el valor que una empresa da a aquella que quiere «conservar para siempre». Lógicamente, debe estar basado en el *cash flow* (flujo de caja) que, iría a parar, a largo plazo, al propietario permanente frente a la estimación de su valor de cesión.

La premisa fundamental requiere una pequeña dosis de fe. A veces las acciones y los bonos se venden por menos de su valor intrínseco, según el caso. No obstante, más tarde o más temprano —aquí es donde interviene la fe— estos títulos pueden revertirse a su valor intrínseco (¿por qué invertir en ellos sino?). Como conclusión, lo que constituye el meollo de la primera parte del libro es que Graham y Dodd decían a los inversionistas que buscaran productos financieros con un descuento muy importante sobre su valor.

Diversidad de valores

Tanto en aquel entonces como ahora, la dificultad estriba en cómo calcular ese valor. Sospecho que los autores se abstuvieron deliberadamente de definir el valor intrínseco, no fuera que dieran la falsa impresión de que el valor de un título puede determinarse con precisión. Teniendo en cuenta la limitada capacidad de la gente para predecir (un informe de beneficios, un romance, el tiempo o cualquier otra cosa), los

autores estimulaban a los inversionistas a pensar en términos de diversidad de valores. Afortunadamente, esto es muy ventajoso para los propósitos de los inversionistas. Citando a Graham y Dodd: «Mediante la observación es posible saber si una mujer tiene la edad para votar sin saber cuántos años tiene o si un hombre pesa más de lo habitual sin saber cuánto pesa.» En cualquier caso, no hace falta ser precisos porque la finalidad es hacer un buen negocio pagando *menos* de su valor intrínseco, de modo que se obtenga cierto margen de seguridad. Es lo mismo tentar al destino cruzando un puente mientras se lleva el máximo de carga permitido que comprar una acción a su valor total, lo que implicaría «un componente especulativo» (ya que los cálculos que uno hace del valor pueden no ser los apropiados).

Un comentario de índole preventiva es que los puntos de ventaja que tenga un jugador no le dotarán del grado de seguridad que se requiere en una inversión. Graham y Dodd utilizaban el ejemplo de la mítica ruleta en la que las probabilidades se han vuelto 19 contra 18 a favor del cliente. «Si el jugador apuesta todo su dinero a un solo número, poco importan las probabilidades que tenga a su favor», señalan los autores. De hecho, el inversionista estaría muy mal aconsejado si arriesgara todo a una simple jugada de la ruleta, incluso aunque los números estuvieran fuertemente a su favor.

El fondo de cobertura de riesgos Long-Term Capital Management hizo exactamente esta apuesta o serie de apuestas en 1998. Cada una de sus operaciones comerciales ha sido matemáticamente calculada (el fondo tenía a un par de premios nobel como residentes), y su experiencia anterior le mostró que en cada una de sus operaciones las probabilidades estaban a su favor. Sin embargo, LTCM, que contaba con un elevado nivel de endeudamiento, se arriesgó por encima de las pérdidas que podía permitirse. Y sus apuestas, aunque parecían no tener ninguna relación entre ellas, estaban vinculadas temáticamente (todas eran una apuesta por que las primas de riesgo y los bonos se contrajeran). Cuando uno de los negocios cayó, todos cayeron, y el legendario fondo quedó borrado del mapa.

Volvamos a la cuestión de qué es lo que *califica* a una inversión. Hay un mito muy extendido de que Graham y Dodd solo confiaban en el valor contable para determinar el umbral de seguridad. Mientras que el valor intrínseco mide el potencial económico —lo que un propietario podría esperar obtener de un activo—, el valor contable es un cálculo aritmético de lo que se ha invertido *en ello*.³⁹ Pero el valor contable no puede ser

³⁹ Técnicamente el valor contable es igual a lo invertido en una empresa, más los beneficios acumulados menos los dividendos pagados. Una definición alternativa y ma-

determinante por sí solo. Si se invierte una suma igual, por ejemplo, en dos empresas de automóviles, una gestionada por Toyota y otra por General Motors, los valores contables serán iguales pero sus valores intrínsecos o económicos serán muy diferentes. Graham y Dodd no cayeron en este error. Ellos establecieron claramente que, en lo que se refiere a predecir el curso de los precios de las acciones, el valor contable «prácticamente no tenía importancia».

Con frecuencia, Graham se encontró con productos financieros que, solo basándose en sus activos y después de someterlos a un duro examen, pasaban la prueba de seguridad. En la década de 1930, los mercados estaban en una depresión tal que no resultaba extraño que las acciones se vendieran a menos del valor de su efectivo en caja, incluso después de restar la deuda. (Esto era comparable a comprar una vivienda por menos del dinero que se guarda bajo el colchón ¡incluido también el colchón!). Estas inversiones superbaratas son las que, hoy en día, más escasean debido al extendido interés por el mercado de valores y a los ejércitos de inversionistas, muchos armados con sus ordenadores, a la caza permanente de gangas.

Cazadores de gangas

A pesar de todo, existen. Las acciones privadas suelen ser baratas cuando todo un sector o un grupo de productos financieros se han vendido de manera indiscriminada. A principios de la década de 1980, por ejemplo, el sector de ahorros y préstamos estaba en depresión, y no le faltaban razones. Después de la eliminación de los techos reguladores sobre las tasas de interés, las cajas de ahorro se vieron obligadas a pagar por los depósitos a corto plazo, tasas de interés más altas de lo que estaban recibiendo por los préstamos a largo plazo. Los bancos de ahorro mutuo (cuyos propietarios son los depositarios) comenzaron a cotizar en Bolsa para atraer más capital, y, en cuanto lo hicieron, sus acciones alcanzaron unos valores muy bajos. Uno fue el United Savings Bank of Tacoma que negoció el 35% del valor contable. Pese a que muchas cajas de ahorros de entonces eran débiles, Tacoma era rentable y estaba bien capitalizada. «La gente no las comprende—dijo un inversionista que sí lo hacía—. Se han transformado [dejando de ser una propiedad mutua], antes eran pequeñas, estaban fuera del radar de la gente.» En un año ese inversionista había quintuplicado su dinero.

Otra oportunidad se produjo en 1997, después de la contagiosa fusión

de las acciones asiáticas y de los mercados de divisas. Una vez más, la venta se hizo de manera indiscriminada e implicó a buenas y malas empresas juntas. Los inversionistas de Graham y Dodd respondieron de manera oportunista, reservando vuelos a Hong Kong, Singapur y Kuala Lumpur. Greg Alexander —que gestionaba el dinero de Rúan Cuniff & Goldfarb— leyó los informes de cada una de las empresas asiáticas de las que había oído hablar y decidió que Corea del Sur —país que anteriormente había desalentado la inversión extranjera y que por esa razón contaba con poco capital— ofrecía las mejores oportunidades. Voló a Seúl y, todavía bajo el efecto del jet-lag, se dio cuenta de que estaba en el cielo de los fieles de Graham y Dodd. Las acciones baratas esperaban en el mercado como la fruta madura. Shinyoung Secundes —una empresa de corretaje que se había pertrechado con bonos de alto rendimiento del gobierno surcoreano cuando las tasas de interés estaba en su pico más alto—, estaba cotizando a menos de la mitad del valor contable. Sorprendentemente, incluso en 2004, Daekyo Copr., una empresa de enseñanza de segundo grado, estaba cotizando a solo 20 dólares la acción, a pesar de que cada una representaba 22,66 dólares en efectivo, además de una parte adicional del negocio en marcha. En palabras de Graham y Dodd, estas acciones prometían seguridad porque se vendían por menos de su valor tangible. Alexander compró una docena de las acciones surcoreanas; cada una se multiplicó numerosas veces en un período de tiempo relativamente corto.

La competencia por estos valores es mucho más agresiva en Estados Unidos, aunque estos pueden encontrarse también, como decíamos, cuando alguna tendencia de mayor envergadura castiga a un sector del mercado completo. En 2001, por ejemplo, las eléctricas estaban baratas (lo mismo que el precio del petróleo). Graham y Dodd no hubieran aconsejado especular sobre el precio del petróleo, ya que este depende de numerosos de factores inciertos: desde la OPEP hasta la tasa de crecimiento de China o el tiempo. Sin embargo, como el sector atravesaba una mala situación económica, las empresas perforadoras vendían por menos del valor de sus equipos. Ensco International estaba cotizando a menos de 15 dólares por acción, mientras que el valor de sustitución de sus torres de perforación estaba estimado en 35 dólares. Patterson-UTI Energy poseía unas trescientas cincuenta torres de perforación con un valor de cerca de 2.800 millones de dólares, y con todo y eso sus acciones se cotizaban por solo 1.000 millones de dólares. Los inversionistas estaban obteniendo los activos con un descuento enorme. Si bien el alza del precio de petróleo, que se produjo a continuación, convirtió estas acciones en *home runs*, la clave estaba en que las inversiones no dependían del precio del petróleo. Los inversionistas de la escuela de Graham y Dodd

compraron estas acciones con un importante margen de seguridad.

Un tipo de juego de activos más común es el que implica atisbar dentro de una sociedad fantasma formada por varias filiales: en ocasiones, las partes proporcionan mayor coherencia que el todo. Un caso muy interesante fue el de Xcel Energy en 2002. Xcel poseía cinco filiales, de modo que para analizar las acciones se requería emplear una deconstrucción matemática (Graham sentía una atracción natural por ese tipo de cálculos). Cuatro de las filiales eran empresas rentables de servicios públicos; la otra era una suministradora de energía alternativa que estaba cargada de deudas y parecía dirigirse hacia la bancarrota. La empresa matriz no era responsable de la deuda de su filial. Sin embargo, como consecuencia del hundimiento de Enron, los inversionistas rehuían las sociedades *Holding* de servicios públicos. «Fue una época rara —recordaba el directivo de un fondo de cobertura—. La gente vendía primero y analizaba después. El mercado se comportaba irracionalmente.»

Los bonos Xcel se vendían a 56 centavos de dólar (así se podía comprar una obligación de la empresa matriz de 1.000 dólares por solo 560 dólares). Y los bonos pagaban un atractivo cupón del 7%. La cuestión era si Xcel podía pagar los intereses. El inversionista del fondo de cobertura de riesgo descubrió que Xcel tenía en circulación 1.000 millones de dólares de esos bonos y que el valor contable de sus saneadas filiales era de 4.000 millones de dólares (esta es la clase de cifras útiles interminables que pueden extraerse de los descubrimientos que se hacen en las sociedades). Por lo tanto, sobre el papel, sus activos eran los necesarios para cancelar los bonos y poder disponer del suficiente. El inversionista del fondo de cobertura compró todos los bonos que encontró.

La debilitada filial se declaró en quiebra, pero como era de esperar esto no se desvió del valor de la empresa matriz. Después de un año, el temor relacionado con estas empresas de servicios públicos se apaciguó y Wall Street volvió a evaluar Xcel. Los bonos subieron de 56 a 105 dólares. Las acciones también remontaron. El inversionista dobló su dinero en cada una de las compraventas de Xcel. No es que se lo hubiera jugado a los dados, sino que cada una era demostrable, cuantificablemente hablando, según el modo de invertir de Graham y Dodd. «Era un sector seguro y estable —convino el inversionista—. No todos los ciclos empresariales suponen riesgo. Creo que Ben Graham lo hubiera aprobado.»

Teniendo en cuenta que los tipos de rompecabezas como Xcel pueden ser tan misteriosos, la mayoría de las acciones serán aquellas que se valoren simplemente por sus beneficios. Sin embargo, en realidad, el proceso no es tan «simple». La valoración de capitales implica un cálculo de lo que la empresa es capaz de ganar en cada ejercicio, algo muy distinto

de tomar una fotografía de los activos tal como se hallan en ese momento. Graham y Dodd apoyaron este ejercicio a regañadientes, «a regañadientes» porque el futuro nunca es tan definitivo como el presente.

El pronóstico de los flujos

Predecir beneficios con un cierto grado de confianza es extremadamente difícil. La mejor orientación solo puede ser lo que una empresa ha ganado en el pasado. Sin embargo, el capitalismo es dinámico. Graham y Dodd desaprobaban los intentos de calcular los beneficios de los negocios debido a su «carácter inherentemente inestable». Teniendo en cuenta la velocidad con la que la tecnología evoluciona, muchas empresas de alta tecnología son inestables de forma innata o, cuando menos, impredecibles. A finales de la década de 1990, Yahoo! era vulnerable al riesgo de que otro ideara un motor de búsqueda mejor (y alguien lo logró: Google). McDonald's, sin embargo, no corre ese riesgo, por ejemplo, recientemente ha introducido el café en su menú, en parte para defenderse de competidores como Starbucks.

Algunos seguidores actuales de Graham y Dodd (quizá porque Buffet ha dejado públicamente bien claro su rechazo a la alta tecnología) tienen la idea equivocada de que todo lo que sea tecnología es imposible de analizar y, por eso, está prohibida. Esta regla tan rígida viola el precepto de Graham y Dodd de que los analistas analizan hechos determinantes y empresas específicas. Un ejemplo de estas empresas de alta tecnología que se someten al tipo de análisis de Graham es Amazon. Si bien su negocio se hace exclusivamente a través de la Red, Amazon es esencialmente un comercio al por menor y debe evaluarse de la misma manera que Wal-Mart o Sears, entre otros. La cuestión, como siempre, es si con un precio de mercado determinado el negocio facilita un margen de seguridad suficiente. Durante la corta vida de Amazon, el precio de las acciones estuvo durante mucho tiempo descabelladamente sobrevalorado. Pero cuando la burbuja del punto com estalló, sus productos financieros se desplomaron. El mismo Buffett compró los bonos de Amazon que estaban enormemente rebajados después del colapso, cuando existía el temor de que Amazon fuera a la bancarrota. Posteriormente sus bonos subieron a la par, y Buffett hizo su agosto. Otro ejemplo es el de Intel, ahora una fábrica relativamente desarrollada cuyo volumen de producción de chips varía según la situación económica mucho más de lo que General Motors hacía en sus primeros tiempos. Intel lleva mucho más tiempo de lo que GM llevaba cuando Graham y Dodd escribían este libro.

Para la estimación de futuros beneficios (de cualquier tipo de negocio), *Security Analysis* proporciona dos reglas fundamentales: la primera es

que las empresas con beneficios estables son más fáciles de predecir y, por consiguiente, preferibles. Al haberse hecho el mundo tan cambiante, debemos actualizar, con modestia, este precepto, de modo que cuanto más volátiles son los beneficios de una empresa, más prudentes debemos ser al calcular su futuro y más lejos debemos remontarnos cuando miremos su pasado. Graham y Dodd sugerían diez años.

La segunda regla está relacionada con la tendencia de los beneficios a fluctuar, aunque sea un poco, siguiendo un patrón cíclico. Por eso, Graham y Dodd hacen una distinción fundamental (que a menudo se pasa por alto). La *media* de beneficios puede facilitar una orientación aproximativa del futuro; la *tendencia* de beneficios es mucho más fiable. Cualquier aficionado al béisbol sabe que solo porque un bateador de 250 haga 300 golpes a la semana, no se puede suponer que seguirá bateando igual de bien el resto de la temporada. Y aunque lo haga, las probabilidades volverán a su lugar al año siguiente. Sin embargo, los inversores se dejan seducir por la tendencia —quizá quieran ser seducidos—, como Graham y Dodd observaron: «las tendencias que se adentran mucho en el futuro arrojan el resultado que se desee».

Para entender la distinción entre la media y la tendencia, observemos los beneficios por acción de Microsoft durante la última mitad de la década de 1990. (Cada ejercicio consta de un período de doce meses que termina en junio.)

1995	\$0.16
1996	\$0.23
1997	\$0.36
1998	\$0.46
1999	\$0.77
2000	\$0.91

Pese a que la media del período es de 48 centavos, las cifras más recientes son más elevadas y la tendencia hacia arriba es inconfundible. Al proyectar la tendencia de futuro, un analista ocasional de finales de siglo hubiera anotado manualmente lo siguiente:



\$1.10

\$1.30

\$1.55

Con unos peniques de más o de menos, esto es exactamente lo que los llamados analistas hubieran hecho. Basándose en las expectativas de que los beneficios iban a continuar aumentando, a principios del año 2000 las acciones se negociaban a 50 dólares. El 2000 era el momento álgido de los pedidos de ordenadores. Dado que estos cayeron, los ingresos de Microsoft bajaron de golpe. En 2001, ganaron 72 centavos. En el siguiente ejercicio, solo ganaron 50 centavos, prácticamente igual a su media de mediados de la década de 1990. Las acciones se desplomaron a su nivel más bajo de 20 dólares.

Sin embargo, Microsoft no era una de esas empresas informales de Internet. Durante veinte años siempre ha sido rentable y, salvo las caídas cíclicas de 2001 a 2002, sus beneficios han aumentado de manera constante. Los inversionistas reaccionaron exageradamente a su caída, del mismo modo que habían exagerado cuando eran tiempos favorables. Pese a se trataba de una preocupación meramente especulativa, temían que Google invadiera el terreno de Microsoft. Pero Microsoft continuó dominando el mercado del software (de hecho tiene un monopolio implícito en este negocio) y a generar un prodigioso *cash flow*. Además, como no necesita reinvertir mucho, es libre de emplear el dinero como quiera (al contrario de una compañía aérea que debe reinvertir continuamente en aviones nuevos). En ese sentido, Microsoft es intrínsecamente un buen negocio. En el ejercicio fiscal de 2007, estaba negociando en Bolsa con un múltiplo de 15 veces los beneficios, mucho menos de lo que justificaban sus características teniendo en cuenta la fortaleza de la franquicia. En cuanto Wall Street reaccionó a esto, las acciones subieron rápidamente un 50% sobre su precio mínimo. Esto demuestra que el precio y el valor ejecutan un *pas de deux* continuo. En su precio máximo, Microsoft era una pura especulación, en su precio mínimo, una sólida inversión.

La mención del *cash flow* apunta a un aspecto en el que *Security Analysis* está realmente obsoleto. En la década de 1930 las empresas no tenían que publicar sus informes de *cash flow*, y prácticamente ninguna lo

hizo. Hoy en día, se piden oficialmente los estados de *cash flow*, algo que para los inversionistas serios es indispensable. El estado de resultados proporciona los datos de los beneficios contables de la empresa y el estado del *cash flow* informa de lo que ha ocurrido con ese dinero.

Las empresas que tratan de amañar sus libros contables, como Enron o Waste Management, siempre pueden adornar el estado de beneficios, al menos momentáneamente, pero no pueden fabricar el dinero. Por eso, cuando el estado de resultados y el estado de *cash flow* presentan divergencias es un indicio de que algo va mal. En Sunbeam —la ambiciosa empresa de accesorios dirigida por Al Dunlap, alias «la Sierra Mecánica»—, se informó (información dada por la empresa) de que las ventas de licuadoras habían sobrepasado su propio techo, pero no así el *cash flow*. Finalmente resultó que Dunlap estaba relacionado con un fraude masivo. Y aunque vendió la empresa, poco después esta se hundió y la Sierra Mecánica fue descabezada por la sierra de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que le prohibió volver a ejercer como ejecutivo o consejero en ninguna otra empresa pública.

Algo parecido ocurrió cuando las acciones de Lucent se pusieron por las nubes. Esta empresa no recaudaba el dinero de las numerosas ventas que realizaba de sus sistemas telefónicos, especialmente a clientes de países en desarrollo. En efecto, les prestaba como pendientes de pago. A pesar de que estas «ventas» se contabilizaron como ingresos, una vez más, el estado del *cashflow* no miente.

Esta picaresca podría haberla descubierto sin duda Graham porque lo que no se cobra aparece en el balance de situación como cuentas por cobrar, y Graham era una portento leyendo balances. Graham y Dodd prestaban más atención al balance —que registra un momento del tiempo financiero— que a los ingresos y al estado de flujos de efectivo, los cuales muestran un esbozo de los cambios habidos en los primeros trimestres del ejercicio, porque esta es una información de la que no se dispone o que no está muy detallada. El requisito de los beneficios trimestrales era incluso nuevo en 1940 y los estados de beneficios no podían efectuarse, como se hace en la actualidad, con notas a pie de página y discusiones sobre los riesgos importantes.

Graham complementaba el estudio de los informes financieros publicados (aunque eran su recurso principal) con una mezcla sumamente ecléctica de publicaciones especializadas y de instituciones públicas. Cuando indagaba, por ejemplo, sobre unas acciones del carbón, consultaba los informes de la Comisión del Carbón de Estados Unidos; si era sobre automóviles, los del Servicio de Automóviles Cram. Los inversionistas contemporáneos consideran que los informes financieros

que se publican son exhaustivos y fiables. También hoy en día los datos de la industria son más asequibles.

Por esta razón, un inversionista en productos financieros de Estados Unidos se enfrenta con un desafío que resultaría impensable para Graham y Dodd. Mientras ellos padecían de falta de información, los inversionistas de hoy en día se enfrentan con un exceso. Los informes financieros de las empresas son más densos y la información de Internet es ilimitada (un hecho preocupante es su desigual calidad). El desafío consiste en eliminar radicalmente lo que sea irrelevante, insignificante o sencillamente erróneo, o, más aún, en identificar aquello que es particularmente importante. Esto hubiera comportado identificar las incidencias de *cashflow* en Lucent o el riesgo de las *subprime* en el caso de WaMu antes de que las acciones tuvieran problemas.

Desde un punto de vista práctico, los inversionistas pasan buena parte de su tiempo buscando información sobre el producto financiero que estudian, y suelen pasar un tiempo significativo con los informes de la competencia. La cuestión no es solo memorizar las cifras sino comprenderlas; como hemos visto, tanto el balance como el estado de flujos de efectivo aclararán suficientemente aquellas cantidades a las que Wall Street presta más atención, los beneficios declarados.

Por lo que respecta a las fuentes de los inversionistas, no se puede dar consejo alguno, porque cada uno interpreta la información de diferente modo. Walter Schloss —un empleado de Graham y después un afamado inversionista por derecho propio— y su hijo y asociado Edwin tenían el mismo teléfono para que ninguno se pasara más tiempo de lo debido hablando por él. (Los Schloss trabajaban en un despacho del tamaño de un armario.) Como ellos, muchos inversionistas trabajan mejor en equipo. Por otro lado, Buffett, que trabajaba en una oficina sin muchas pretensiones, es un reconocido solitario. Su socio, Charlie Munger, vive en Los Ángeles, a 2400 kilómetros de distancia, y Buffett trabaja, por lo que respecta al día a día, solo. Y mientras algunos inversionistas confían en los informes publicados, otros llevan a cabo un trabajo de investigación previo. Eddi Lampert, el gerente de un fondo de cobertura de riesgo, visitaba docenas de distribuidoras de componentes de automóvil de AutoZone, un comercio al por menor, antes de comprar una participación de control sobre esta empresa. Esta era la manera de Lampert de entrar en terreno conocido.

Una información de alto precio

En general, la gran dispersión en que se encuentra hoy en día la información destinada al público pone un precio a la información

exclusiva. La fuente más probable de esa información exclusiva (mis disculpas a Schloss) es el teléfono. Algunos fondos de inversión emplean a antiguos periodistas para que husmeen en busca de inversiones en las que «se gane mucho dinero». Estos se dedican a hacer averiguaciones llamando a antiguos empleados para valorar la gerencia o hablando con los suministradores y la competencia. En un fondo de inversión se descubrió que alguien —se referían a él como el «director general» de una empresa financiera prominente— le había confesado a un asociado que había dudado en aceptar el trabajo porque no sabía leer los estados financieros. El fondo, que se había fijado en las acciones de la empresa de este director general, perdió su interés de forma inmediata. A pesar de que no todo el mundo puede permitirse contratar a un detective privado, cuesta poco hacer una investigación. El corredor de Bolsa de una empresa vigiló atentamente una de sus acciones —de Jones Soda— charlando con los camareros de Starbucks, uno de los distribuidores que vendía Jones Soda. Cuando el jefe de barra le dijo que Starbucks estaba dejando esa marca, el corredor de Bolsa vendió sus acciones enseguida. También hay quien está convencido de que pueden recopilarse datos escuchando las respuestas que dan los directivos a preguntas improvisadas, aunque hay que tener cuidado, porque no todos los ejecutivos dirán la verdad.

Graham desconfiaba especialmente de estos (por esa razón no le gustaba visitarlos). Él y Dodd advertían de que «son pocas las pruebas objetivas de la capacidad de los directivos». Lo mismo que es difícil saber qué parte del mérito del triunfo le corresponde a un entrenador, también es difícil decir qué parte del éxito de una empresa es atribuible a sus ejecutivos. Los inversionistas suelen atribuir a la pericia de los gerentes lo que no son sino efectos de condiciones favorables (o simple buena suerte). Los beneficios de Coca-Cola crecieron con rapidez a principios y mediados de la década de 1990, y su director general, Roberto Goizueta, que tan agresivamente había sido promovido llegó a ocupar una de las portadas de la revista *Fortune*. Goizueta era inteligente, y su talento se reflejó en el precio de las acciones. Sin embargo, los inversionistas, impulsados por la confianza que tenían en que la dirección aumentaría los beneficios, fueron más lejos y ofrecieron una cotización por 45 veces los beneficios. Graham y Dodd llamaban a esto «doble conteo», es decir, los inversionistas compran las acciones en función de la confianza que les ofrece la dirección de la empresa y después, viendo que las acciones han subido, lo toman como una doble prueba de la pujanza de la dirección y piden una cotización mucho mayor. En 1997, un analista de Oppenheimer fue tan atacado por Goizueta —quien murió a finales de ese año— que escribió que Coca-Cola tenía «un control absoluto sobre los resultados a

corto plazo».⁴⁰

Esta confianza, sin embargo, no estaba del todo clara, por tres motivos. Primero, el talento de Goizueta se había tenido en cuenta para la cotización de la acción. Segundo, la idea de que la dirección tenía el «control absoluto» era un mito, como se demostró cuando el crecimiento comenzó a bajar. Tercero, hasta tal punto tenía control que «gestionaba» los beneficios de Coca-Cola con la ayuda de unas estratagemas contables dudosas. Por ejemplo, una práctica de Coca-Cola era vender participaciones accionariales de plantas embotelladoras y contabilizar las ganancias en los beneficios de explotación para hacer sus números. La sugestión generalizada de que Goizueta era un inteligente gurú fue una señal de advertencia. Más que probar que Goizueta tenía el poder de hacer levitar los beneficios en un futuro, planteaba dudas acerca de la calidad de los beneficios obtenidos en el pasado. Cuando Coca-Cola tocó suelo, las acciones cayeron en una depresión que duró una década.

Estos ejemplos demuestran que la inversión no es menos arriesgada hoy en día que en los tiempos de Graham y Dodd, y que el ser humano es igual de vulnerable a la tentación y al error. La complejidad de nuestros actuales mercados ha acentuado la necesidad de una guía en los procesos de inversión que sea sincera, lógica, minuciosa y, especialmente, prudente. Este es el resumen de lo que los autores tratan en la primera parte de este libro, un texto fundamental acerca del valor intrínseco, una exploración de la inversión diferenciándola de la especulación, y una introducción al método de Graham y Dodd, a su filosofía, a sus estratagemas y orientación, y a sus herramientas.

⁴⁰ Roger Lowenstein, *Origins of the Crash: The Great Bubble and Its Undoing*, Nueva York, Penguin Press, 2004, p. 70.

Capítulo 1

Ámbito y limitaciones del análisis de productos financieros. Concepto de valor intrínseco

El análisis comporta el estudio minucioso de los datos disponibles con la intención de sacar conclusiones a partir de ellas, basándose en principios establecidos y en la pura lógica. Forma parte del método científico. Sin embargo, al aplicar el análisis en el terreno de los productos financieros nos encontramos con el grave obstáculo de que la inversión no es, por naturaleza, una ciencia exacta. No obstante, lo mismo sucede en los campos del derecho y la medicina, puesto que en este caso también la habilidad individual (arte) y el azar son factores importantes a la hora de determinar el éxito o el fracaso. Sin embargo, en estas profesiones, el análisis no solo es útil sino que resulta indispensable, lo mismo que ocurre en el ámbito de la inversión y, posiblemente, en el de la especulación.

A lo largo de las tres últimas décadas, el prestigio del análisis en Wall Street ha experimentado tanto un auge brillante como una caída ignominiosa, una historia que en modo alguno guarda relación con la trayectoria de los precios de las acciones. El avance del análisis financiero evolucionó ininterrumpidamente hasta más o menos 1927, cubriendo un largo período en el que se prestó una atención creciente a los informes financieros y a los datos estadísticos. Sin embargo, la «nueva era» que empezó en 1927 significó, en el peor de los casos, el abandono del enfoque analítico, y aunque parecía que el énfasis se seguía poniendo en los datos y las cifras, estos estaban manipulados por una especie de pseudoanálisis que apoyaba los delirios de la época. El crac de la Bolsa en octubre de 1929 no fue ninguna sorpresa para esos analistas que se habían mantenido alerta, pero el alcance del hundimiento de los negocios que se produjo más tarde, o sus efectos devastadores sobre la capacidad de beneficio establecida, desmontó de nuevo sus cálculos. De modo que el resultado final fue que el análisis riguroso sufrió un doble descrédito: el primero —anterior al crac— debido a la persistencia de valores imaginarios, y el segundo —después del crac— debido a la desaparición de valores reales.

Las experiencias de 1927-1933 tuvieron un carácter tan extraordinario

que prácticamente no son un criterio válido a la hora de juzgar la utilidad del análisis financiero. En cuanto a los años posteriores a 1933, hay quizás espacio para la diferencia de opiniones. En el campo de los bonos y de las acciones preferentes, creemos que unos principios sólidos de selección y rechazo han quedado bastante bien justificados. En el terreno de las acciones ordinarias, las parcialidades del mercado han tendido a confundir el punto de vista conservador y, al contrario, muchas acciones que parecían baratas al análisis han tenido un comportamiento decepcionante. Por otro lado, el enfoque analítico habría aportado una base sólida para creer que los precios representativos de acciones eran demasiado altos a principios de 1937, y demasiado bajos un año más tarde.

Tres funciones de análisis

1. Función descriptiva

Las funciones del análisis financiero pueden describirse bajo tres encabezamientos: descriptivo, selectivo y crítico. En su forma más evidente, el análisis descriptivo consiste en dominar los datos importantes relativos a unas acciones y en presentarlos de una manera coherente e inteligible. Esta función se realiza correctamente para todas aquellas acciones empresariales cotizables a través de los distintos manuales, el Standard Statistics, los servicios Fitch y otros. Un tipo más profundo de descripción busca revelar los puntos fuertes y débiles en la posición de un valor, comparar su forma con la de otros de naturaleza similar y valorar los factores que probablemente influenciarán su rendimiento futuro. El análisis de este tipo es aplicable a casi cualquier valor corporativo y puede considerarse un complemento, no solo de la inversión sino también de la especulación inteligente debido a que proporciona una base de datos organizada para la aplicación de cálculo.

2. La función selectiva del análisis financiero

En su función selectiva, el análisis de productos financieros va más allá y expresa valoraciones específicas por sí solo. Busca determinar si unas acciones concretas han de ser compradas, vendidas, retenidas o cambiadas por otras. ¿Qué tipo de productos o situaciones se prestan mejor a esta actividad más positiva del analista?, ¿y a qué desventajas o limitaciones está sujeta? Puede ser adecuado comenzar con un grupo de ejemplos de cálculos analíticos que, más tarde, podrían servir de base para un estudio más general.

Ejemplos de cálculos analíticos. En 1928 se ofreció al público una amplia emisión del 6% de acciones preferentes no acumulativas de la St. Louis-San Francisco Railway Company con un precio de 100. El historial mostraba que en ningún año de la historia de la empresa las ganancias habían sido equivalentes a IV2 veces los gastos fijos y los dividendos preferentes combinados. La aplicación de criterios de selección bien establecidos a los datos hubiera llevado, en este caso, al rechazo de estas acciones por estar insuficientemente protegidas.

Un ejemplo opuesto: en junio de 1932 era posible adquirir bonos del 5% de la Owens-Illinois Glass Company, con vencimiento en 1939, a 70, y un rendimiento del 11% al vencimiento. Las ganancias de la empresa eran muchas veces los requerimientos de interés, no solo de promedio, sino incluso en momentos de crisis grave. La emisión de bonos estaba ampliamente cubierta por el activo circulante, y le siguieron acciones ordinarias y preferentes con un valor de mercado agregado muy amplio, tomando sus cotizaciones mínimas. En este caso, el análisis habría llevado a recomendar estas acciones por estar fuertemente afianzadas y por ser una inversión de precio atractivo.

Tomemos un ejemplo del ámbito de las acciones ordinarias. En 1922, antes del *boom* de las acciones aeronáuticas, las acciones de Wright Aeronautical Corporation se vendían en el NYSE a solo 8 dólares, a pesar de que se estaban pagando unos dividendos de 1 dólar, que durante un tiempo habían ganado hasta 2 dólares por acción, y que mostraban más de 8 dólares por acción en activos líquidos en el tesoro. En este caso, el análisis habría determinado rápidamente que el valor intrínseco de la acción estaba muy por encima del precio de mercado.

Tomemos de nuevo las mismas acciones en 1928, cuando habían crecido a 280 dólares por acción. Entonces estaban ganando a un ritmo de 8 dólares por acción, comparado con el 3,77 dólares de 1927. La tasa de dividendos era de 2 dólares, el valor neto era menos de 50 dólares por acción. Un estudio de este panorama habría mostrado de manera concluyente que el precio de mercado representaba en gran parte la capitalización de perspectivas finuras totalmente basadas en conjeturas. En otras palabras, que el valor intrínseco era mucho menor que la cotización en el mercado.

Un tercer tipo de conclusión analítica se puede ilustrar comparando Interborough Rapid Transit Company First and Refunding 5s, con las Collateral 7% Notes [deudas al 7% con garantía] de la misma empresa, cuando ambas acciones se estaban vendiendo al mismo precio (pongamos 62) en 1933. Las notas de 7% valían claramente mucho más que las 5s. Cada nota de 1.000 dólares estaba asegurada con un depósito de 1.736

dólares respecto de las 5s; el capital de las notas había vencido; daban derecho bien a ser reembolsadas totalmente, bien a vender el colateral por su beneficio. El interés anual sobre el colateral equivalía a unos 87 dólares sobre cada nota del 7% (cuya cantidad estaba en realidad distribuyéndose entre los propietarios de notas), de modo que los ingresos circulantes sobre los 7s eran considerablemente mayores que el de los 5s. Fueran cuáles fueran los tecnicismos a los que se pudiera apelar para evitar que los propietarios de notas ejercieran sus derechos contractuales de forma total e inmediata, resultaba difícil de imaginar las condiciones bajo las cuales los 7s no valdrían intrínsecamente mucho más que los 5s.

Una comparación más reciente de la misma categoría general se podría establecer entre las Paramount Pictures First Convertible Preferred que se vendían a 113 en octubre de 1936 y las acciones ordinarias que simultáneamente se vendían a 15⁷/s. Las acciones preferentes eran convertibles a opción del propietario en siete veces más acciones ordinarias y comportaban unos dividendos acumulados de aproximadamente un 11 % por acción. Obviamente, las preferentes eran más baratas que las ordinarias, puesto que deberían recibir unos dividendos muy substanciales antes de que las ordinarias recibieran nada, y también podían compartir plenamente cualquier aumento de las ordinarias gracias al privilegio de conversión. Si un accionista ordinario hubiera aceptado este análisis e intercambiado sus acciones por una séptima parte de las preferentes, pronto habría hecho realidad una amplia ganancia tanto en dividendos recibidos como en capital principal¹.

Valor intrínseco frente a precio. De los ejemplos precedentes se puede deducir que el trabajo del analista financiero supone resultados concretos de considerable valor práctico y que este es aplicable a una amplia variedad de situaciones. En estos ejemplos parece estar preocupado por el valor intrínseco del producto financiero y más concretamente por el hallazgo de discrepancias entre el valor intrínseco y el precio de mercado. Sin embargo, debemos reconocer que el valor intrínseco es un concepto escurridizo. En términos generales, se entiende como el valor que se justifica por los datos, es decir, los activos, beneficios, dividendos, perspectivas claras, en contraste, por ejemplo, con las cotizaciones del mercado establecidas mediante una manipulación artificial o distorsionada debido a excesos psicológicos. Sin embargo, es un gran error pensar que el valor intrínseco es tan definido y determinable como el precio de mercado. Hace algún tiempo, el valor intrínseco (en el caso de acciones ordinarias) se consideraba prácticamente lo mismo que el «valor contable», es decir, equivalía a los activos netos de la empresa, en su justo precio. Esta visión del valor intrínseco era bastante clara, pero se

demostraba casi inútil como concepto práctico porque ni el promedio de beneficios ni el promedio del precio de mercado indicaban ninguna tendencia a estar relacionadas con el valor contable.

Valor intrínseco y «capacidad de beneficio». Así, esta idea fue reemplazada por un punto de vista más nuevo, a saber: que el valor intrínseco de un negocio estaba determinado por su capacidad de beneficio. Pero la expresión «capacidad de beneficio» debe implicar una expectativa de bastante confianza en ciertos resultados futuros. No basta con saber cuál ha sido el promedio de los beneficios del pasado, ni siquiera con saber que trazan una tendencia clara con respecto al crecimiento o declive. Tiene que haber una base plausible para creer que este promedio o esta tendencia constituyen una guía fiable de cara al futuro. La experiencia ha demostrado de manera más que convincente que en muchos casos eso dista mucho de ser cierto. Eso significa que el concepto de «capacidad de beneficio», expresado como una ⁴¹ cifra concreta, y el concepto derivado de valor intrínseco, como algo igualmente concreto y que se puede determinar, no se pueden admitir con seguridad como premisa general del análisis financiero.

Ejemplo: Para que el razonamiento resulte todavía más claro, tomemos un ejemplo típico y concreto. ¿Qué querríamos decir con valor intrínseco de una acción ordinaria de J.I. Case Company, tal y como se analizaba a principios de 1933? El precio de mercado era 30 dólares; el valor del activo por acción era de 176 dólares, no se pagó ningún dividendo; los beneficios medios durante diez años habían sido de 9,50 dólares por acción; los resultados de 1932 arrojaban un déficit de 17 dólares por acción. Si seguíamos un método de valoración habitual, podíamos tomar los beneficios medios por acción ordinaria durante diez años, multiplicar este promedio por 10 y llegar a un valor intrínseco de 95 dólares. Pero echemos una ojeada a las cifras individuales que conforman este promedio de diez años. Son las que se indican en la tabla 1.1. Resulta obvio que el promedio de 9,50 dólares no es nada más que un resultado aritmético de diez cifras sin relación alguna entre ellas. Apenas puede pedirse que este promedio sea en modo alguno representativo de unas condiciones típicas en el pasado o representativo de lo que podría esperarse en el futuro. Por ello cualquier cifra de valor real o intrínseco derivada de este promedio debe estar caracterizada como igualmente accidental o artificial.^{42 43}

⁴¹ Para la continuación de los seis ejemplos que se acaban de dar, véase la nota 2 del Apéndice.

⁴² Entre 1933 y 1939 los beneficios de las acciones ordinarias de Case variaron entre un déficit de 14,66 dólares y beneficios de 19,20 dólares por acción, dando un promedio de 3,18 dólares. El precio oscilaba entre 30½ y 1917-4, cerrando en 1939 a 73³/₄.

TABLA I.I
Beneficios por acción de J.I. Case

1932	17.40 \$ (d)
1931	2.90 (d)
1930	11.00
1929	20.40
1928	26.90
1927	26.00
1926	23.30
1925	15.30
1924	5.90 (d)
1923	2.10 (d)
Promedio	9.50 \$

(d) Déficit.

El papel del valor intrínseco en el trabajo de los analistas. Tratemus de formular una exposición de la función del valor intrínseco en el trabajo de los analistas que reconcilie las implicaciones más bien enfrentadas de nuestros ejemplos. El punto esencial es que el análisis de productos financieros no busca determinar exactamente cuál es el valor intrínseco de un producto concreto. Tan solo precisa establecer que el valor es adecuado —es decir, proteger un bono o justificar una compra de acciones— o que el valor es considerablemente más alto o más bajo que el precio de mercado. Para estos fines puede que baste una medida indefinida y aproximada del valor intrínseco. Para utilizar un símil casero, es posible decidir a simple vista si una mujer tiene la edad suficiente de votar sin saber su edad o si un hombre pesa más de lo que debería sin saber su peso exacto.

Esta exposición del caso puede resultar más clara si volvemos brevemente a nuestros ejemplos. El rechazo de los títulos preferentes de la St. Louis-San Francisco no requería un cálculo exacto del valor intrínseco de este sistema de ferrocarril. Era suficiente con mostrar, de una manera muy simple a partir del historial de beneficios, que el margen de valor por encima de las reclamaciones de los poseedores de bonos y de títulos preferenciales era demasiado estrecho para garantizar la seguridad. Exactamente lo contrario era válido para la Owens-Illinois Glass 5s. También en este caso, sin duda, habría resultado difícil hacer una valoración justa del negocio; pero fue bastante fácil de decidir que este

valor, en cualquier caso, sobrepasaba en mucho la deuda de la empresa.

En el ejemplo de Wright Aeronautical, la anterior situación presentaba un conjunto de datos que demostraba que el negocio valía sustancialmente más de 8 dólares por acción, o 1.800.000 dólares. Un año más tarde, los datos indicaban de manera igualmente concluyente que el negocio no tenía un valor razonable de 280 dólares por acción, o 70.000.000 dólares en conjunto. Habría sido difícil para el analista determinar si Wright Aeronautical valía realmente 20 o 40 dólares por acción en 1922 o si realmente valía 50 o 80 dólares en 1929. Pero por suerte no era necesario decidir estos puntos para concluir que las acciones resultaban atractivas a 8 dólares e, intrínsecamente, poco atractivas a 280 dólares.

El caso de J.I. Case ilustra la situación, mucho más típica, de unas acciones ordinarias en las que el analista no puede llegar a una conclusión fiable con respecto a la relación entre valor intrínseco y precio de mercado. Sin embargo, incluso aquí, si el precio ha sido lo bastante bajo o lo bastante alto, se podría haber asegurado una conclusión. Para expresar la incertidumbre de la situación, podríamos decir que era difícil determinar a principios de 1933 si el valor intrínseco de las acciones de Case estaba más cerca de 30 o de 130 dólares. En cambio, si las acciones se hubieran vendido a un precio tan bajo como 10 dólares, sin duda el analista habría quedado justificado declarando que valían más de lo que indicaba su precio de mercado.

Flexibilidad del concepto de valor intrínseco. Este debe indicar lo flexible que es el concepto de valor intrínseco aplicado al análisis financiero. Nuestra noción de valor intrínseco puede ser más o menos clara, según sea el caso. El grado de imprecisión se puede expresar mediante un muy hipotético «abanico de valores aproximados» que se ampliaría a medida que el grado de incertidumbre aumentara, por ejemplo, entre 20 y 40 dólares por Wright Aeronautical en 1922 con respecto a 30 a 130 dólares por Case en 1933. Se puede deducir que incluso una idea muy poco definida del valor intrínseco puede seguir justificando una conclusión acerca de si el precio del momento está muy alejado de la valoración máxima o mínima.

Concepto más definido en casos especiales. El ejemplo del Interborough Rapid Transit permite trazar una línea más precisa de razonamiento que cualquier otro. Aquí, un precio de mercado dado para los bonos de 5% da como resultado una valoración muy definida para la deuda al 7%. Si fuera seguro que la garantía que aseguran estos títulos era adquirida por los titulares de deuda, entonces la relación matemática —a

saber, 1.736 dólares de valor para los 7s con respecto a 1.000 dólares de valor para los 5s— se establecería finalmente a este ratio en el mercado. Sin embargo, debido a una serie de complejidades de carácter prácticamente políticas en su conjunto, este proceso normal no podía esperarse con seguridad. Así que, en la práctica, no es posible decir que los 7s valen realmente un 74% más que los 5s, pero se puede afirmar con seguridad que los 7s sí valen sustancialmente más (que es una conclusión muy útil cuando ambas emisiones se están vendiendo al mismo precio).

Las emisiones de Interborough son un ejemplo de un grupo bastante especial de situaciones en las que el análisis puede sacar conclusiones más claras respetando el valor intrínseco que en el caso ordinario. Estas situaciones pueden conllevar una liquidación o provocar operaciones técnicas conocidas como «arbitraje» o *hedging*. Si bien, consideradas en su conjunto, son probablemente el terreno más satisfactorio para el trabajo de un analista, el hecho de que posean un carácter especializado o de que tengan una frecuencia escasa las convierte en relativamente poco importantes desde el punto de vista más amplio de la teoría y la práctica de la inversión.

Obstáculos principales para el éxito del analista, a. Datos inadecuados o incorrectos. No hace falta decir que el analista no puede acertar siempre. Además, una conclusión puede tener una lógica correcta pero en la práctica no funcionar bien. Los principales obstáculos para el éxito del analista son tres: (1) que los datos sean inadecuados o incorrectos; (2) las incertidumbres del futuro; y (3) el comportamiento irracional del mercado. El primero de estos obstáculos, aunque grave, es el menos importante de los tres. Una falsificación deliberada de los datos no es corriente, pues la mayoría de falsas representaciones derivan de la aplicación de artificios contables que un analista capaz debería detectar. Es más frecuente el ocultamiento que la falsedad, pero su alcance ha sido en buena medida reducido por las normativas, primero de la NYSE y luego de la SEC, que requieren una mayor información y una explicación más completa de las prácticas contables. Cuando se sigue reteniendo una información determinada sobre un aspecto importante, la experiencia y los conocimientos del analista deben permitirle detectar ese defecto y tenerlo en cuenta, si, por el contrario, no puede obtener los datos a partir de la solicitud y la presión adecuadas. En algunos casos, sin duda, el ocultamiento escapará a la detección y provocará una conclusión errónea.

b. *incertidumbres del futuro.* De mayor importancia es el elemento del cambio futuro. Una conclusión apoyada en los datos y en las perspectivas aparentes puede verse condicionada por nuevos acontecimientos. Eso

suscita la duda de hasta qué punto la función del análisis financiero es capaz de anticipar el cambio de condiciones. Aplazaremos la consideración de este aspecto hasta después de discutir varios puntos incluidos en los procesos del análisis. Sin embargo, es manifiesto que los cambios futuros son en gran medida impredecibles y que el análisis de productos financieros ha de proceder normalmente con la suposición de que el historial pasado ofrece, al menos, una guía esbozada del futuro. Cuanto más dudosa sea esta suposición, menos valor tiene el análisis. Por eso esta técnica es más útil cuando se aplica a títulos preferentes (protegidos contra los cambios) que a acciones ordinarias; más útil cuando se aplica a un negocio de carácter intrínsecamente estable que a uno sujeto a grandes variaciones; y, finalmente, más útil cuando se desarrolla bajo unas circunstancias generales relativamente normales que en momentos de gran incertidumbre y cambios radicales.

c. *El comportamiento irracional del mercado.* El tercer obstáculo para el análisis de productos financieros está en el propio mercado. De alguna manera, el mercado y el futuro presentan las mismas dificultades. No pueden ser predichos ni controlados por el analista, pero el éxito de este último depende en buena parte de los dos primeros. Puede que se considere que las principales actividades del analista de inversiones tienen poco o nada que ver con los precios de mercado. Su función típica es la selección de bonos de la máxima calificación y de renta fija, que una vez estudiados considera que tienen una seguridad de interés y de capital. Se supone que su comprador no debe preocuparse por sus posteriores fluctuaciones de mercado, sino que se ha de interesar únicamente en si los bonos seguirán siendo una inversión sólida. En nuestra opinión, esta actitud tradicional de los inversores es imprecisa y algo hipócrita. Los propietarios de productos financieros, sea cual sea su carácter, están interesados en las cotizaciones del mercado. Este hecho se reconoce por el énfasis que la práctica inversora pone siempre en la comerciabilidad. Si es importante que una emisión sea fácilmente rescatable, más importante todavía es que tenga un precio satisfactorio. Mientras que, por razones obvias, el inversor de bonos de la máxima calificación se preocupa menos por las fluctuaciones del mercado que el especulador, estas tienen todavía un fuerte efecto psicológico, aunque no financiero, sobre él. Por lo tanto, incluso en este terreno, el analista debe tener en cuenta todas las influencias que puedan gobernar de manera adversa los precios de mercado, además de las que actúan sobre la seguridad básica de la emisión.

En este aspecto de la actividad del analista relacionada con el descubrimiento de productos infravalorados, y posiblemente sobrevalorados, este se preocupa más por los precios de mercado, puesto que, en

este caso, la confirmación de su criterio se halla, en buena medida, en la acción final de la emisión en el mercado. Se puede decir que este terreno de la tarea analítica se apoya en una doble suposición: primero, que el precio de mercado está a menudo en desacuerdo con el valor real y, segundo, que hay una tendencia inherente de estas disparidades a autocorregirse. En cuanto a la validez de la anterior afirmación, puede haber muy pocas dudas pese a que Wall Street hable a menudo con mucha labia del «juicio infalible del mercado» y asegure que «una acción vale el precio por el que puedes venderla: ni más, ni menos».

Peligro de un ajuste tardío del valor del precio. La segunda suposición es igualmente cierta en teoría, pero su aplicación en la práctica es a menudo muy poco satisfactoria. Las infravaloraciones provocadas por la negligencia o el prejuicio pueden persistir durante un período inadecuadamente largo, y lo mismo puede decirse de los precios hinchados provocados por un entusiasmo excesivo o por los estimulantes artificiales. El peligro concreto para el analista es que, debido a estos períodos prolongados, puedan sobrevenir nuevos factores determinantes antes de que el precio de mercado se ajuste al valor tal y como lo encontró. En otras palabras, llegado el momento en el que el precio refleja finalmente el valor, este valor puede haber cambiado considerablemente y los datos y razonamientos en los que se basaba esa decisión podrían ya no ser aplicables.

El analista debe intentar protegerse de este peligro en la medida de lo posible: en primer lugar, tratando con situaciones que preferiblemente no estén sujetas a cambios repentinos; en segundo lugar, favoreciendo los productos que cuentan con el suficiente interés popular como para prometer una respuesta bastante rápida a los elementos de valor que él ha sido el primero en reconocer; en tercer lugar, atenuando sus actividades para adaptarlas a la situación financiera general, poniendo más énfasis en el descubrimiento de productos infravalorados cuando el negocio y las condiciones de mercado estén en equilibrio y actuando con gran cautela en momentos de estrés e incertidumbre anormales.

Relación del valor intrínseco con el precio de mercado. La cuestión general de la relación del valor intrínseco con la cotización del mercado puede resultar más clara si seguimos el esquema siguiente, que recorre los distintos pasos que culminan en el precio de mercado. Es evidente, a partir del esquema, que lo que llamamos factores analíticos sobre el precio de mercado son a la vez parciales e indirectos: parciales porque a menudo compiten con factores puramente especulativos que influyen el precio

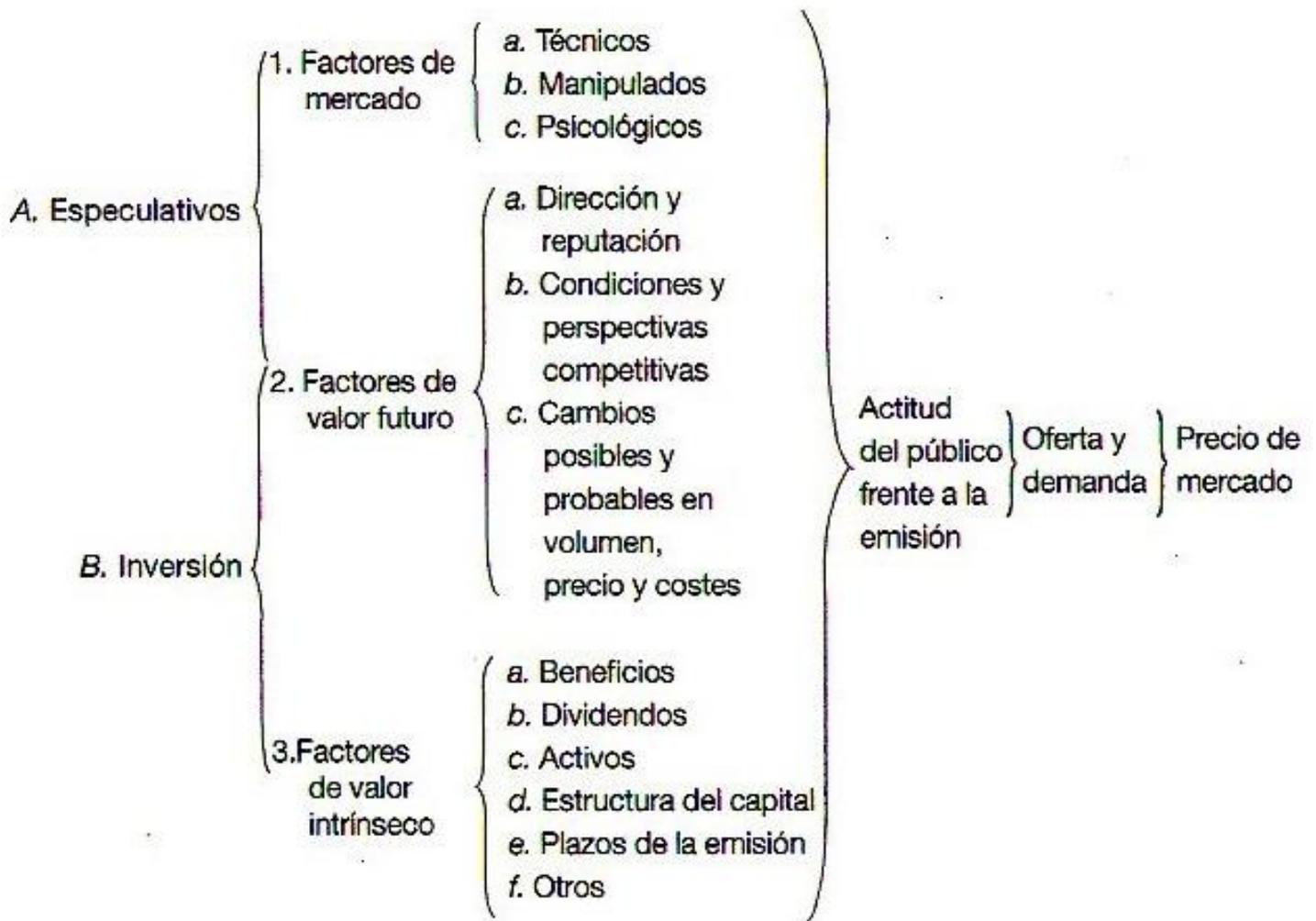
en la dirección opuesta; e indirectos porque actúan a través del filtro de los sentimientos y decisiones de la gente. En otras palabras, el mercado no es una balanza sobre la que se registra el valor de cada emisión a través de un mecanismo exacto e impersonal de acuerdo con sus cualidades específicas. Más bien deberíamos decir que el mercado es una máquina de votar, en la que incontables individuos registran selecciones que son producto en parte de la razón y en parte de la emoción.

FIGURA 1.1

Relación de los factores de valor intrínseco con el precio de mercado

I. Factores generales del mercado

II. Factores individuales



Análisis y especulación

Se puede pensar que un análisis sólido ha de dar resultados acertados en cualquier tipo de situación, incluidas las abiertamente especulativas, es decir, aquellas que están sujetas a un importante riesgo e incertidumbre. Si la selección de emisiones especulativas se basa en un estudio riguroso de la posición de la empresa, ¿no debería este planteamiento ofrecer al comprador una ventaja considerable? Admitiendo la incertidumbre de los acontecimientos futuros, ¿no podrían los desarrollos favorables y desfavorables ser tenidos en cuenta para que se compensen el uno al otro, más o menos, de modo que la ventaja inicial ofrecida por el análisis exhaustivo llegara a dar un beneficio medio final? Este es un argumento plausible pero engañoso, y su aceptación demasiado rápida ha llevado por mal camino a más de un analista. Vale la pena, pues, detallar varios argumentos válidos que desmientan la conveniencia de apoyarse plenamente en el análisis en las situaciones especulativas.

En primer lugar, lo que llamamos la mecánica de la especulación conlleva varias desventajas para el especulador que podrían superar los beneficios que aporta el estudio analítico. Estas desventajas incluyen el pago de comisiones y de cargos de interés, los llamados *tum of the market* (que significa la diferencia entre la puja y el precio que se pide) y, por encima de todo una tendencia inherente a que el promedio de pérdidas exceda al promedio de beneficios, a menos que se aplique una técnica concreta de contratación que se oponga al planteamiento analítico.

La segunda objeción es que los factores analíticos subyacentes en las situaciones especulativas están sujetos a una revisión rápida y repentina. El peligro, al que ya hemos hecho referencia, de que el valor intrínseco cambie antes de que el precio de mercado refleje dicho valor, es mucho más grave en las situaciones especulativas que en las de inversión. Una tercera dificultad surge de circunstancias que envuelven los factores desconocidos que necesariamente quedan fuera del análisis financiero. Teóricamente, estos factores desconocidos han de tener una probabilidad idéntica de ser favorables o desfavorables y, por lo tanto, a la larga, deberían neutralizarse entre ellos. Por ejemplo, a través del análisis comparativo a menudo resulta fácil determinar que una empresa está vendiendo mucho más bajo que otra en el mismo sector con respecto a los beneficios, aunque aparentemente ambas tengan las mismas expectativas. Sin embargo, también podría ocurrir que el bajo precio de unas emisiones aparentemente atractivas se deba a ciertos factores desfavorables que, aunque no hayan sido revelados, son conocidos por aquellos que se identifican con la empresa. Y lo contrario ocurriría en las emisiones que se venden aparentemente por encima de su valor relativo. En situaciones especulativas, los «de dentro» a menudo tienen este tipo de ventaja que

anula la premisa de que los cambios buenos y malos de una situación se compensan entre ellos y que actúan en contra del analista que desconoce una parte de los datos⁴⁴.

El valor del análisis disminuye a medida que aumenta el elemento azar.

La objeción final se basa en un terreno más abstracto, pero su importancia es en la práctica muy elevada. Si aceptamos incluso que el análisis puede otorgar al especulador una ventaja matemática, eso no le asegura el beneficio. Sus apuestas siguen siendo arriesgadas. En cualquier caso individual pueden producirse pérdidas y, una vez concluida la operación, resulta difícil de determinar si la contribución del analista ha sido una ventaja o una desventaja. Por lo tanto, la posición de este último en el terreno especulativo es incierta y algo carente de dignidad profesional. Es como si el analista y la Señora Fortuna interpretaran un dueto al piano especulativo, con la diosa Capricho indicándoles la melodía.

Mediante otro símil menos imaginativo, podríamos mostrar con mayor convicción por qué el análisis es más adecuado para la inversión que para la especulación.

(Como anticipo de un estudio más detallado en un capítulo posterior, a lo largo de este capítulo hemos mostrado que la inversión implica una seguridad esperada y que la especulación connota el reconocimiento del riesgo.) En Montecarlo, se calcula que las probabilidades de ganar son de 19 a 18 a favor del propietario de la ruleta, de modo que, como promedio, gana 1 dólar de cada 37 jugado por el público. Esto podría sugerir las probabilidades contra el inversor no formado o el especulador. Supongamos que, a través de alguna equivalencia del análisis, un jugador de ruleta pudiera invertir las probabilidades durante un número limitado de apuestas, de modo que ahora fueran 18 a 19 a su favor. Si distribuyera sus apuestas uniformemente por todos los números, entonces, saliera el que saliera, seguro que ganaría una pequeña cantidad. Esta operación se podría comparar con un programa de inversiones basado en un análisis sólido y llevado a cabo bajo unas condiciones generales favorables.

Sin embargo, si el jugador apuesta todo su dinero a un solo número, las pocas probabilidades que tiene a su favor carecen de importancia comparadas con la cuestión crucial de si la suerte elegirá el mismo número que él ha elegido. Su «análisis» le permitirá ganar un poco más si tiene

⁴⁴ Vease en Apéndice, nota 3, el resultado de un estudio del comportamiento del mercado de «acciones con un ratio alto precio-beneficios» comparado con el de «acciones con un ratio bajo precio-beneficios».

suerte, pero no le servirá de nada si no la tiene. Eso, tal vez de una forma ligeramente exagerada, indica la posición del analista que se enfrenta a operaciones básicamente especulativas. Exactamente la misma ventaja matemática que prácticamente asegura buenos resultados en el terreno de la inversión puede demostrarse del todo ineficiente allí donde la suerte es la influencia principal.

Por ello sería prudente considerar el análisis como complementario o auxiliar más que como una guía en la especulación. Solo cuando la suerte desempeña un papel secundario puede el analista hablar propiamente con voz autorizada y aceptar la responsabilidad del resultado de sus valoraciones.

3. La función crítica del análisis de productos financieros

Los principios de las finanzas de la inversión y los métodos de las finanzas corporativas entran necesariamente dentro del ámbito del análisis de productos financieros. Las valoraciones analíticas se alcanzan al aplicar parámetros a los datos. El analista se preocupa, por lo tanto, de la solidez y la operatividad de los parámetros de selección. Y se interesa también por ver que los productos financieros, en especial los bonos y las acciones preferentes, sean emitidos con las provisiones protectoras adecuadas y, lo que todavía es más importante, que los métodos adecuados de refuerzo de estos pactos formen parte de la práctica financiera aceptada.

Para el analista tiene mucha importancia que los datos se presenten de manera ajustada, y eso significa que tiene que ser bastante crítico con los métodos de contabilidad. Por último, tiene que preocuparse de todas las normativas corporativas que afectan al propietario de productos financieros, puesto que el valor de la emisión que analiza puede depender en gran medida de cómo actúa la dirección. En esta categoría se incluyen cuestiones de establecimiento de la capitalización, de dividendos y de política de expansión, de retribuciones a la dirección e incluso de continuación o liquidación de un negocio no rentable.

En estos asuntos de diversa importancia, el análisis de productos financieros puede ser competente para expresar juicios críticos, tratar de no cometer errores, intentar corregir abusos y para una mejor protección de los poseedores de bonos o acciones.

Capítulo 2

Elementos fundamentales en el problema del análisis. Factores cuantitativos y cualitativos

En el anterior capítulo hacíamos referencia a algunos de los conceptos y materiales del análisis con respecto a su importancia sobre lo que este puede pretender conseguir. Imaginemos ahora al analista en acción y preguntémonos cuáles son las consideraciones amplias que gobiernan su aproximación a un problema concreto y también cuál debe ser su actitud general con respecto a los distintos tipos de información con los que ha de tratar.

Cuatro elementos fundamentales

El objeto del análisis de productos financieros es responder, o ayudar a responder, a ciertas preguntas de índole muy práctica. De estos, las preguntas más habituales son las siguientes: ¿Qué productos hay que comprar para una finalidad concreta? ¿La emisión X, hay que comprarla, venderla o conservarla?

En estas cuestiones hay cuatro factores principales que intervienen, ya sea expresamente o por implicación. Y estos son:

1. El producto financiero
2. El precio.
3. El tiempo.
4. La persona

Dicho de manera más completa, la segunda pregunta típica sería: El producto P, ¿hay que comprarlo (o venderlo, o conservarlo) al precio P, en el momento T, por parte del individuo I? Por ello, es precisa una cierta explicación sobre la importancia relativa de estos cuatro factores, y consideramos más conveniente hacerlo en el orden inverso.

El elemento personal. Este elemento interviene en mayor o menor medida en cada compra de productos financieros. El aspecto de importancia fundamental es la posición financiera de quien intenta comprar. Lo que para un hombre de negocios podría ser una especulación atractiva, en ningún caso debe ser una alternativa para un fondo de inversiones o para una viuda con ingresos limitados. De nuevo, un United States Liberty 3 1/2 no debe ser adquirido por aquellos para los cuales su característica de exención total de impuestos no representa ningún beneficio, cuando se podría obtener mucho más rendimiento de otras emisiones gubernamentales parcialmente gravables⁴⁵.

Otras características que a veces pueden influenciar debidamente la selección de un producto financiero de un individuo son su formación y competencia financiera, su temperamento y sus preferencias. Sin embargo, por muy importantes que puedan ser a veces estas consideraciones, normalmente no son factores determinantes del análisis. La mayoría de conclusiones que se derivan del análisis se pueden formular en términos impersonales, aplicables a los inversores o a los especuladores como categoría.

El tiempo. El momento en el que se analiza una emisión puede afectar a la conclusión de varias maneras. Lo que muestra la empresa puede ser mejor, o su panorama puede parecer mejor, en un momento u otro, y es probable que estas circunstancias cambiantes ejerzan una influencia diversa en el punto de vista del analista a propósito de la emisión. Además, los productos financieros se seleccionan aplicando criterios de calidad y rendimiento, y ambos —en especial el segundo— variarán de acuerdo con las condiciones financieras en general. Un bono de los ferrocarriles de la máxima calificación con un rendimiento del 5%, en junio de 1931 parecía atractivo, porque el rendimiento medio de este tipo de bonos era del 4,32%. Sin embargo, la misma oferta hecha al cabo de seis meses hubiera sido poco atractiva, ya que mientras tanto los precios de los bonos habían caído considerablemente y el rendimiento de este grupo había crecido hasta un 5,86%. Por último, casi todos los compromisos de productos financieros están influenciados, en cierta medida, por la visión del panorama financiero y de los negocios del momento. En operaciones especulativas, estas consideraciones tienen una importancia de control; y, mientras que la inversión especulativa se supone ordinariamente que no tiene en cuenta estos elementos, en momentos de estrés e incertidumbre estos no pueden ser ignorados.

⁴⁵ En 1927, el rendimiento de estas 3 1/2 era del 3,39%, mientras que las U. S. Liberty 4 1/4, casi con el mismo vencimiento, daba un 4,08%.

El análisis de productos financieros, como estudio, debe preocuparse necesariamente todo lo posible de los métodos y principios que se consideran válidos siempre o, al menos, bajo todas las condiciones ordinarias. Sin embargo, debe tenerse presente que las aplicaciones prácticas del análisis tienen lugar sobre un fondo muy condicionado por los cambios de cada momento.

El precio. El precio es parte integral de cualquier valoración completa de un producto financiero. En la selección de bonos de inversión de primera calidad, el precio suele ser un factor subordinado, no porque sea indiferente sino porque en la práctica encontramos un precio irracionalmente alto. De modo que casi todo el énfasis se pone en la cuestión de si la emisión está adecuadamente garantizada. No obstante, en un caso especial, como la compra de los bonos convertibles de la máxima calificación, el precio puede ser un factor tan importante como el grado de seguridad. Este aspecto se ilustra con las Convertibles de la American Telephone and Telegraph Company 4V2, con vencimiento 1939, que se vendieron por encima de 200 en 1929. El hecho de que el capital (a la par) y el interés estuvieran sin duda a salvo no evitó que la emisión fuera una adquisición extremadamente arriesgada a ese precio: una adquisición a la que, de hecho, le siguió la pérdida de más de la mitad de su valor de mercado.²

En el ámbito de las acciones ordinarias, la necesidad de tener en cuenta el precio es más imperiosa porque el peligro de pagar el precio equivocado es casi tan grande como el de adquirir la emisión equivocada. Comentaremos más adelante que la teoría de inversión de la nueva era dejó el precio fuera del cálculo, y que esta omisión produjo consecuencias casi desastrosas.

La seguridad: carácter de la empresa y términos del compromiso. El papel desempeñado por el producto financiero y su precio en una decisión de inversión puede exponerse con mayor claridad si reformulamos el problema de manera algo distinta. En vez de preguntar (1) ¿qué producto? Y (2) ¿a qué precio?, preguntemos, (1) ¿en qué empresa? y (2) ¿en qué términos se propone el compromiso? Esto nos da una comparación más global y equilibrada entre dos elementos clásicos del análisis. Por «términos» de la inversión o especulación queremos decir no solo el precio sino también las condiciones de la emisión y su estatus o proyección del momento.

² Las oscilaciones de precio anuales de las convertibles 4½ de la American Telephone and Telegraph Company con vencimiento en 1939 fueron las siguientes:

Año	Máximo	Mínimo
1929	227	118
1930	193 ^{3/8}	116
1931	135	95

Ejemplo de compromiso con condiciones poco atractivas. Una inversión en el tipo más sólido de empresa se puede hacer en condiciones poco adecuadas y desfavorables. Antes de 1929, el valor de las fincas urbanas había seguido una tendencia regular al alza a lo largo de un período de años. Por esta razón llegó a ser considerada por mucha gente como el medio de inversión más «seguro». Sin embargo, la compra de unas acciones preferentes en una promoción urbanística de Nueva York en 1929 podía no incluir condiciones de inversión tan desfavorables como para eliminar cualquier elemento de solidez de la propuesta. Una oferta de acciones de este tipo se podría resumir de la siguiente manera⁴⁶:

1. *Provisiones de la emisión.* Unas acciones preferentes, clasificadas desde deuda júnior hasta hipotecaria y sin derecho no cualificado a recibir dividendos o pagos de capital. Estaban clasificadas por delante de unas acciones ordinarias que no representaban ninguna inversión en efectivo, de modo que los poseedores de acciones ordinarias no tenían nada que perder y sí mucho que ganar, mientras que los poseedores de acciones preferentes tenían mucho que perder y solo una pequeña participación en los posibles beneficios.
2. *Posición de la emisión.* Un compromiso en un nuevo edificio, construido a un nivel de costes mucho mayor, sin reservas ni capital júnior en el que apoyarse en caso de problemas.
3. *Precio de la emisión.* A la par, el rendimiento en dividendos era del 6%, que era mucho menor que el rendimiento que se podía obtener en segundas hipotecas inmobiliarias, teniendo muchas más ventajas sobre estas acciones preferentes⁴⁷.

Ejemplo de un compromiso con condiciones atractivas. No tenemos más que observar la financiación de la energía eléctrica y de la luz en los últimos años para encontrar innumerables ejemplos de productos

⁴⁶ El método de financiación descrito es el utilizado por las corporaciones propietarias separadas, organizadas y promovidas por la Fred F. French Company y sus empresas afiliadas, con excepción de algunas de las desaparecidas unidades Tudor City en la financiación de cuyos títulos de deuda, convertibles par a par en acciones preferentes, a criterio de la empresa, fueron sustituidas por las acciones preferentes en el plan financiero. Véase *The French Plan* (10^a ed., diciembre de 1928), publicado y distribuido por la Fred F. French Investing Company, Inc. Véase también *Moody's Manual*, «Banks and Finance», 1933, pp. 1703-1707.

⁴⁷ La empresa constructora de la que se ha extraído este ejemplo entregó una bonificación de acciones ordinarias con las acciones preferentes. Las acciones ordinarias no tenían un valor inmediato, pero sí un valor potencial que, en condiciones favorables, podían haber hecho que la compra fuese rentable. Sin embargo, desde el punto de vista de la inversión, las acciones preferentes de esta empresa estaban sujetas a todas las objeciones que hemos detallado. No hace falta apuntar que los compradores de estas emisiones tuvieron un resultado muy negativo en prácticamente todos los casos.

financieros poco sólidos en un sector que resulta básicamente atractivo. Como contraposición, citaremos el caso de Brooklyn Union Elevated Railroad First 5s, con vencimiento en 1950, que se vendieron en 1932 a 60 para dar un rendimiento del 9,85% al vencimiento. Son obligaciones del Brooklyn-Manhattan Transit System. El sector de la tracción, o tren eléctrico, lleva tiempo contemplándose negativamente, en especial por la competición del sector automovilístico, pero también por las dificultades de regulación y de contratos de pasaje. Por ello, este producto representa a un tipo de empresa comparativamente poco atractivo. Sin embargo, las condiciones de esta inversión en concreto puede que la conviertan en un trato satisfactorio, tal y como se muestra en el siguiente punto:

1. *Provisiones de la emisión.* Por contrato entre la compañía explotadora y el municipio de Nueva York, esta emisión era un primer cargo sobre los beneficios de la combinación de las líneas elevadas y subterráneas del sistema, de propiedad compartida entre el municipio y la empresa, que representaba una inversión enormemente mayor que el tamaño de esta emisión.
2. *Posición de la emisión.* Aparte de la muy excepcional protección específica que se acaba de describir, los bonos fueron obligaciones de una compañía con un poder adquisitivo estable y en apariencia totalmente adecuado.
3. *Precio de la emisión.* Podía adquirirse para dar un rendimiento algo mayor que los Brooklyn-Manhattan Transit Co. 6s, con vencimiento 1968, que ocupaban una posición subordinada. (Al precio bajo de 68 para esta última emisión en 1932, su rendimiento era del 9% frente a un 9,85% de las Brooklyn Union Elevated 5s.⁴⁸)

Importancia relativa de las condiciones del compromiso y del carácter de la empresa. Nuestra distinción entre carácter de la empresa y términos del compromiso sugiere la duda sobre cuál de estos dos elementos es más importante. ¿Es mejor invertir en una empresa atractiva con condiciones poco atractivas o viceversa? El punto de vista popular sin duda prefiere la primera alternativa, y al hacerlo tiene razón de manera instintiva, no lógica. A lo largo de un período largo, la experiencia demostrará sin duda que se pierde menos dinero por parte del gran grupo de inversores cuando pagan un precio demasiado alto por productos financieros de las empresas

⁴⁸ En 1936, el precio de las Brooklyn Union Elevated 5s había subido hasta 115¹/₂. Después de 1937, los beneficios de BMT bajaron, y el precio de estas acciones cayó a 59. Sin embargo, al comprar el sistema el municipio de Nueva York en 1940, se reconoció la fuerte posición de esta emisión y su precio volvió a recuperarse hasta 92.

mejor consideradas que tratando de asegurarse unos mayores ingresos o beneficios con compromisos con empresas de menor nivel.

Sin embargo, desde el punto de vista del análisis, este resultado empírico no contradice nuestro postulado, simplemente ejemplifica una norma que se puede aplicar a todo tipo de mercancías, es decir, que el comprador sin formación obtiene un mejor resultado si compra bienes con una buena reputación, aunque acabe pagando un precio comparativamente superior. Si embargo, no hace falta decir que esta norma no ha de guiar al comprador experto, puesto que se espera de él que sepa juzgar la calidad a través de su examen y no a través de la reputación, y en algunos momentos hasta puede sacrificar ciertos grados definidos de calidad si lo que obtiene es adecuado para sus fines y atractivo en precio. Esta distinción se aplica tanto a la compra de productos financieros como cuando compramos pinturas o un reloj. Ofrece dos principios de carácter bastante opuesto, uno adecuado para el inversor sin formación y el otro solo útil para el analista.

1. Principio para el inversor sin formación: *No ponga nunca dinero, bajo ninguna circunstancia, en una empresa de bajo nivel.*
2. Principio para el analista financiero: *Prácticamente cualquier emisión puede ser barata en una escala de precios y cara en otra.*

Hemos criticado el exceso de hincapié exclusivo en la elección de una empresa puesto que a menudo conlleva pagar un precio demasiado alto por un buen producto. Una segunda objeción es que la propia empresa puede demostrar que ha sido una mala elección. Resulta natural y correcto preferir un negocio grande y bien gestionado, con un buen historial, del que se espera un aumento de beneficios. Sin embargo estas expectativas, aunque parezcan estar bien fundadas, a menudo no llegan a cumplirse. Numerosas empresas líderes de ayer están hoy muy atrás en la clasificación, y el mañana puede contarnos una historia similar. El ejemplo más ilustrativo lo muestra el declive persistente en la posición inversora relativa de los ferrocarriles como categoría durante las últimas dos décadas. El prestigio de una empresa está basado, en parte, en hechos y en parte en opinión. Durante los últimos años, la opinión en el terreno de la inversión ha demostrado ser extraordinariamente volátil y poco de fiar. En 1929, se consideraba de manera bastante universal que la Westinghouse Electric and Manufacturing Company ocupaba una posición industrial inusualmente favorable. Dos años más tarde sus acciones se vendieron por mucho menos que el activo circulante neto, indicando presumiblemente una duda extendida en cuanto a su capacidad de generar beneficios en el futuro. La Great Atlantic and Pacific Tea Company, considerada

prácticamente una empresa milagrosa en 1929, cayó desde 494 aquel año hasta 36 en 1938. En esta última fecha, sus acciones ordinarias se vendieron por menos de sus activos líquidos, y las preferentes quedaron ampliamente cubiertas por otros activos circulantes.

Estas consideraciones no rechazan el principio de que los inversores sin formación deben ceñirse a las empresas mejor consideradas. Sin embargo, hay que saber que esta preferencia se les impone debido al mayor riesgo que correrían al elegir otras opciones y no porque las acciones más populares sean necesariamente las más seguras. El analista debe prestar una atención respetuosa al análisis del mercado y a la empresa que este favorece, pero debe conservar también un punto de vista independiente y crítico. Tampoco debe dudar en condenar lo popular y en defender lo impopular cuando tiene razones lo bastante sólidas para hacerlo.

Factores cualitativos y cuantitativos en el análisis

Analizar un producto financiero conlleva el análisis del negocio, y dicho estudio podría llevarse a cabo hasta alcanzar un grado de detalle ilimitado; por ello es preciso aplicar un punto de vista práctico para determinar hasta que punto se quiere profundizar. Las circunstancias tienen, naturalmente, algo que ver con este aspecto. El comprador de un bono de 1.000 dólares ni siquiera se tomaría la molestia de hacer un análisis tan exhaustivo de una emisión como lo haría una gran compañía de seguros que se planteara la compra de un bloque de 500.000 dólares. El estudio de este último sería también menos detallado del que habrían hecho los banqueros originales. O, desde otro punto de vista, no es preciso hacer un análisis tan exhaustivo para seleccionar unos bonos de la máxima calificación con un rendimiento del 3%, que si queremos encontrar una emisión bien asegurada que dé un 6%, o una ganga incuestionable en el campo de las acciones ordinarias.

La técnica y la profundidad del análisis dependerán del carácter y los objetivos del compromiso. Los elementos que el analista debe tener en cuenta son un sentido de la proporción en el empleo de su técnica. Al elegir y tratar los materiales de análisis ha de considerar no solo la importancia inherente y la fiabilidad sino también la accesibilidad y la comodidad. No debe dejarse confundir por la accesibilidad de una gran cantidad de datos —por ejemplo, los informes de los ferrocarriles a la Interstate Commerce Commission— para realizar estudios elaborados de aspectos poco esenciales. Además, ha de resignarse con frecuencia a la falta de información significativa porque esta solo puede conseguirse con

un esfuerzo mayor del que puede permitirse o del que el problema justifica. Eso sería cierto de algunos de los elementos involucrados en un «análisis del negocio» completo, por ejemplo, el punto hasta el cual una empresa depende de la protección de una patente o de las ventajas geográficas o de unas condiciones laborales favorables que podrían no durar.

El valor de los datos varía según el tipo de empresa. El aspecto más importante es que el análisis debe reconocer que el valor de un tipo especial de datos varía enormemente según el tipo de empresa que se está estudiando. El historial de cinco años de beneficios netos o brutos de una línea de ferrocarril o de una gran cadena de supermercados puede aportar una base, si no concluyente, sí lo suficientemente sólida como para medir la seguridad de las emisiones sénior y del atractivo de sus acciones ordinarias. Sin embargo, las mismas estadísticas proporcionadas por alguna de las petroleras menores bien podrían acabar siendo más engañosas que útiles, puesto que son básicamente el resultado de dos factores, es decir, el precio recibido y la producción, ambos seguramente radicalmente distintos en el futuro y en el pasado.

Elementos cuantitativos frente a cualitativos en análisis. A veces conviene clasificar los elementos que intervienen en un análisis en cuantitativos y cualitativos. Los primeros serían la exposición estadística de la empresa. En ellos estarían incluidos todos los elementos útiles de la cuenta de ingresos y del balance, junto con los datos concretos adicionales que se pudieran aportar con respecto a la producción y precio unitario, costes, capacidad, pedidos no satisfechos, etc. Estos elementos pueden clasificarse bajo los siguientes epígrafes: (1) capitalización, (2) ganancias y dividendos, (3) activo y pasivo y (4) estadísticas de explotación.

Los factores cualitativos, por otro lado, son los relacionados con la naturaleza del negocio, la posición relativa de la empresa individual en el sector, sus características físicas, geográficas y de explotación; el carácter de su equipo de dirección y, finalmente, las perspectivas de la unidad, del sector y del negocio en general. En los informes de la empresa no suelen incluirse este tipo de aspectos. El analista ha de buscar sus respuestas entre fuentes de información de muy variada fiabilidad, incluso con una gran adición de simple y llana opinión.

En términos generales, los factores cuantitativos se prestan mucho mejor al análisis riguroso que los cualitativos. Los primeros son menos en número, más fáciles de obtener y mucho más adecuados para alcanzar conclusiones claras y fiables. Además, los resultados financieros tipifican,

por ellos mismos, muchos de los elementos cualitativos, de modo que es posible que un estudio detallado de estos últimos no añada ninguna importancia a la situación. El análisis típico de un producto financiero —tal y como se hace, por ejemplo, en una circular de una correduría o en un informe de un servicio estadístico— trata los factores cualitativos de una manera superficial o resumida, y dedica la mayor parte de su espacio a las cifras.

Factores cualitativos: naturaleza del negocio y sus perspectivas futuras. Los factores cualitativos sobre los que se hace más énfasis son la naturaleza del negocio y el carácter de la directiva. Estos elementos son enormemente importantes, pero también son enormemente difíciles de tratar con inteligencia. Consideremos, en primer lugar, la naturaleza del negocio, en cuyo concepto se incluye la idea general de sus perspectivas futuras. La mayoría de la gente tiene una noción bastante clara de lo que es un buen negocio y de lo que no. Estas ideas se basan principalmente en los resultados económicos, en parte en el conocimiento de las condiciones específicas del sector, y en parte en conjeturas y opiniones.

Durante la mayor parte del período de bonanza generalizada entre 1923 y 1929, un número bastante considerable de grandes empresas experimentaron un retroceso. Estas incluían los cigarros puros, el carbón, los artículos de algodón, los fertilizantes, la piel, la madera, las conservas de carne, el papel, los transportes de mercancías, los tranvías, el azúcar y la lana. La causa subyacente solía ser el desarrollo de productos o servicios competitivos (por ejemplo, en el caso del algodón, del carbón y de los transportes) o una producción excesiva unida a unas prácticas comerciales desmoralizadoras (en el caso del papel, la madera y al azúcar). Durante el mismo período otras empresas iban mucho mejor que la media. Entre ellas estaban los fabricantes de latas, las cadenas de supermercados, los productores de cigarrillos, el cine y los suministros. La causa principal de estos resultados superiores puede ser debida a un aumento inusual de la demanda (cigarrillos, cine) o a la ausencia de control de la competencia (suministros, fabricantes de latas) o a la capacidad de obtener negocios de otras agencias (cadenas de tiendas).

Es evidente suponer que los sectores que han dado peores resultados que la media están «mal situados» y, por lo tanto, conviene evitarlos. Lo contrario podría suponerse, sin embargo, de aquellos con un historial positivo. Sin embargo, esta conclusión puede llegar a ser bastante errónea. Las condiciones anormalmente buenas o anormalmente malas no duran siempre, lo que es cierto no solo en los negocios en general sino también en determinados sectores. Con frecuencia se desencadenan fuerzas

correctoras que tienden a restaurar los beneficios donde estos han desaparecido, o a reducirlos cuando son excesivos en relación al capital.

Los sectores especialmente favorecidos por una demanda creciente pueden llegar a desmoralizarse ante un crecimiento todavía mayor del suministro. Esto ha ocurrido en la radio, la aviación, la refrigeración eléctrica, el transporte en autobús y la fabricación de medias de seda. En 1922 los grandes almacenes estaban bien considerados debido a sus excelentes resultados en la crisis de 1920-1921; sin embargo, no conservaron esta ventaja en años posteriores. Los suministros públicos fueron impopulares durante el *boom* de 1919 por sus altos costes; en cambio, en 1927-1929 se convirtieron en favoritos de especuladores e inversores; en 1933-1938, el temor a la inflación, a la regulación de tarifas y a la competencia gubernamental directa disminuyó de nuevo la confianza del público en ellas. En 1933, por el contrario, el sector de los productos de algodón —en crisis desde hacía tiempo— salió adelante más rápido que otros.

El factor dirección. Nuestra apreciación de la importancia de seleccionar un «buen sector» no es en absoluto tan fácil como parece. De alguna manera, nos encontramos con la misma dificultad cuando intentamos seleccionar una dirección excepción al mente capaz. Los tests objetivos de la capacidad de dirección son escasos y distan mucho de ser científicos. En la mayoría de casos, el inversor debe fiarse de la reputación, que puede ser o no merecida. La prueba más convincente de habilidad directiva es un historial comparativamente superior a lo largo de los años. Sin embargo, eso nos lleva de nuevo a los datos cuantitativos.

En los cálculos de la Bolsa hay una fuerte tendencia a valorar el factor dirección dos veces. Los precios de las acciones reflejan los altos beneficios que ha producido un buen equipo directivo, además de un incremento sustancial por «buena gestión». Eso se resume en «contar lo mismo dos veces» y acaba siendo una causa frecuente de sobreestimación.

La tendencia futura de los beneficios. En años recientes se ha dado una importancia creciente a la tendencia de los beneficios. No hace falta decir que un historial de beneficios al alza es una buena señal. Sin embargo, la teoría financiera ha ido más allá y ha pretendido estimar los beneficios futuros proyectando la tendencia pasada en el futuro y luego usando dicha proyección como base para evaluar el negocio. Como en este proceso se utilizan las cifras, la gente cree erróneamente que se trata de una estimación «matemáticamente sólida». Sin embargo, mientras que una tendencia del pasado es un hecho, una tendencia futura es

solamente una suposición. Los factores que mencionábamos anteriormente para evaluar el mantenimiento de una prosperidad o una depresión anormales se oponen también al mantenimiento indefinido de una tendencia hacia arriba o hacia abajo. Para cuando la tendencia se haya vuelto claramente visible, puede que las condiciones ya estén maduras para el cambio.

Puede objetarse que, si hablamos de futuro, es igual de lógico esperar que se mantenga una tendencia del pasado como esperar que se repita el promedio del pasado. Es probablemente cierto, pero de ello no se deduce que la tendencia sea más útil para el análisis que las cifras individuales o promedios del pasado, puesto que el análisis de productos financieros no supone que un promedio del pasado vaya a repetirse, solo que proporciona una guía aproximada de lo que puede esperarse en el futuro. Sin embargo, una tendencia no puede utilizarse como guía aproximada, pues representa una predicción definida, ya sea de resultados mejores o peores, y puede ser errónea o acertada.

La distinción, importante por su influencia en la actitud del analista, puede ser más clara mediante el uso de ejemplos. Supongamos que en 1929 unos ferrocarriles mostraron que el promedio de sus cargos de intereses se había multiplicado por tres durante los últimos siete años. El analista habría dado una gran importancia a este aspecto como indicativo de que sus bonos eran sólidos. Se trata de un criterio basado en datos y principios cuantitativos, pero no implica una predicción de que los beneficios de los próximos siete años vayan a ser de promedio tres veces los cargos de interés, sino que sugiere solamente que no es probable que los beneficios vayan a caer tanto bajo tres veces los cargos de interés como para poner en peligro los bonos. En casi todos los casos reales la conclusión habría sido correcta, a pesar de la crisis económica que luego se produjo.

Veamos ahora una valoración similar basada principalmente en la tendencia. En 1929 casi todos los sistemas de suministros públicos mostraban un incremento continuo de beneficios, pero los cargos fijos en muchos de ellos eran tan fuertes —debido a las estructuras piramidales del capital— que consumían casi todos los ingresos netos. Los inversores compraban bonos de estos sistemas libremente considerando que el pequeño margen de seguridad no era ningún inconveniente, puesto que era seguro que los beneficios iban a seguir aumentando. Estaban haciendo de este modo una predicción del futuro, de cuya corrección dependía la justificación de su inversión. Si sus predicciones no fueran buenas —como acabó siendo el caso— iban a sufrir graves pérdidas.

Tendencia, esencialmente un factor cualitativo. En nuestra reflexión sobre la evaluación de acciones ordinarias (más adelante en el libro), comentaremos que si se tiene demasiado en cuenta la tendencia es muy probable que se produzcan errores de sobrevaloración o infravaloración. Eso es cierto debido a que no se puede poner límite a la proyección de la tendencia y, por lo tanto, el proceso de valoración, aunque parezca lógico, es en realidad psicológico y bastante arbitrario. Por este motivo consideramos la tendencia un factor cualitativo en todas sus implicaciones prácticas, aunque pueda formularse en términos cuantitativos.

Los factores cualitativos resisten incluso razonablemente una evaluación precisa. La tendencia es, de hecho, una declaración de las perspectivas futuras en forma de predicción exacta. De manera similar, las conclusiones en cuanto a la naturaleza del negocio y las habilidades de la directiva tienen su mayor importancia en su influencia sobre las perspectivas. Estos factores cualitativos son, por lo tanto, todos del mismo carácter general; todos conllevan la misma dificultad para el analista, es decir, que es imposible juzgar hasta qué punto pueden reflejarse propiamente en el precio de un producto financiero concreto. En la mayoría de casos, si es que llegan a reconocerse, tienen tendencia a exagerarse. Lo mismo vemos que ocurre constantemente en el mercado general. Los excesos recurrentes de sus avances y retrocesos se deben, en el fondo, al hecho de que, cuando los valores se determinan básicamente por sus perspectivas, las evaluaciones resultantes no están sujetas a ningún control lógico y casi inevitablemente se llevan al extremo.

El análisis se ocupa básicamente de los valores apoyados por los hechos, y no por los que dependen en gran medida de las expectativas. En este sentido, el enfoque del analista está diametralmente opuesto al de un especulador, o, lo que es lo mismo, al de alguien que depende de su habilidad de predecir o suponer la tendencia futura. No hace falta decir que el analista debe tener en cuenta los posibles cambios futuros, pero su objetivo principal no es tanto «aprovecharse» como salvaguardarse de ellos. En términos generales, considera el futuro del negocio como un azar al que sus conclusiones deben llegar y no una fuente de sus reivindicaciones.

La estabilidad inherente, un importante factor cualitativo. Se deduce que el factor cualitativo en el que el análisis debe estar propiamente más interesado es el de la estabilidad inherente, puesto que estabilidad significa resistencia al cambio y, por lo tanto, una mayor fiabilidad de los resultados conseguidos en el pasado. La estabilidad, como la tendencia, se puede expresar en términos cuantitativos, por ejemplo, afirmando que los beneficios de la General Baking Company en 1923- 1932 no fueron nunca inferiores a diez veces los cargos de intereses

de 1932, o que los beneficios de explotación de Woolworth entre 1924 y 1933 variaron solo entre 2,12 dólares y 3,66 dólares por acción ordinaria. Sin embargo, en nuestra opinión, la estabilidad es realmente un rasgo cualitativo porque deriva en primer lugar del carácter del negocio y no de su historial estadístico. Un historial estable sugiere que el negocio es inherentemente estable, pero esta sugerencia podría ser contradicha por otras consideraciones.

Ejemplos: este punto se podría exponer mediante la comparación de dos emisiones de Bolsa de principios de 1932, a saber, las de Studebaker (motores) y las de First National Stores (alimentación), ambas en venta por encima de la par. Las dos tenían el mismo aspecto, en el sentido de que ambas revelaban un margen continuamente satisfactorio por encima de los requerimientos de dividendos preferentes. Sin embargo, las cifras de Studebaker eran más impresionantes, como indica la siguiente tabla:

TABLA 2.1
Número de veces en que se cubrió el dividendo preferente

First National Stores		Studebaker	
Período	Veces cubierto	Año	Veces cubierto
1922	4,0	1922	27,3
1923	5,1	1923	30,5
1924	4,9	1924	23,4
1925	5,7	1925	29,7
Hasta 31 mar 1927	4,6	1926	24,8
Hasta 31 mar 1928	4,4	1927	23,0
Hasta 31 mar 1929	8,4	1928	27,3
Hasta 31 mar 1930	13,4	1929	23,3
Promedio anual	6,3		26,2

No obstante, el analista debe ir más allá de las simples cifras y considerar el carácter inherente de los dos negocios. El comercio de alimentación a través de una cadena de tiendas conllevaba en sí mismo muchos elementos de estabilidad relativa, como una demanda estable, una diversa fie acción de localizaciones y una facturación de inventario rápida. La clásica gran empresa de este sector —suponiendo solo que se abstuviera de practicar políticas de expansión sin escrúpulos— probablemente no sufriría drásticas fluctuaciones en sus beneficios. Sin embargo, la situación del típico fabricante de automóviles era bastante

distinta. A pesar de una estabilidad considerable en el conjunto del sector, las unidades individuales estaban sujetas a variaciones extraordinarias, debido principalmente a los caprichos de las preferencias populares. Ninguna lógica convincente podría defender la estabilidad de los beneficios de Studebaker para demostrar que esta empresa gozaba de una inmunidad especial y permanente ante las vicisitudes a las que estaban sujetas la mayor parte de sus competidores. De modo que la solidez de Studebaker Preferred se apoyaba, en buena medida, en una estadística estable que mostraba qué discrepancias había con el carácter general del sector en lo que atañía a sus unidades individuales. Por otro lado, la evolución satisfactoria de First National Stores Preferred estaba totalmente de acuerdo con lo que se consideraba el carácter inherente del sector.

Esta última consideración debía de haber significado un aspecto relevante para el analista y debería de haber provocado que First National Stores Preferred apareciera como intrínsecamente más sólida como inversión de valor fijo que Studebaker Preferred, a pesar del resultado estadísticamente más impresionante de la empresa de automoción⁴⁹.

Resumen. Para resumir esta argumentación sobre los factores cualitativos y cuantitativos, podemos expresar la sentencia de que las conclusiones del analista han de apoyarse siempre en las cifras y en los tests y criterios establecidos. Estas cifras no son suficientes por sí solas, pueden estar totalmente viciadas por consideraciones cualitativas de un significado opuesto. Un producto financiero puede tener un comportamiento que parezca estadísticamente satisfactorio, pero las dudas respecto a su futuro o la desconfianza de la directiva pueden provocar correctamente su rechazo. De nuevo, es probable que el analista conceda una importancia fundamental al elemento cualitativo de la estabilidad, porque su presencia significa que no es tan probable que las conclusiones basadas en resultados pasados sean alteradas por acontecimientos inesperados. También es cierto que estará mucho más seguro al seleccionar una emisión si puede apoyarse en una muestra cuantitativa adecuada con unos factores cualitativos inusualmente favorables.

Sin embargo, siempre que el desarrollo dependa en gran medida de estos factores cualitativos —es decir, siempre y cuando el precio sea considerablemente superior de lo que las cifras por sí solas justificarían—,

⁴⁹ Desde entonces, First National Stores Preferred ha mantenido su poder de generar beneficios con pocos cambios; las acciones preferentes fueron rescatadas en 1934 y posteriormente. Los beneficios de Studebaker cayeron en picado después de 1930: en 1933 se nombró a un síndico y las acciones preferentes perdieron prácticamente todo su valor.

faltarán la base analítica para la aprobación. En la formulación matemática, una demostración estadística satisfactoria es una condición necesaria, aunque en absoluto suficiente, para una decisión favorable del analista.

Capítulo 3

Fuentes de información

Resulta imposible exponer o citar todas las fuentes de información que el analista puede encontrar provechoso consultar en un momento u otro de su trabajo. En este capítulo presentaremos un esquema conciso de las fuentes más importantes, así como algunas informaciones esenciales que se extraen de ellas; y también vamos a intentar transmitir, mediante ejemplos, una idea del carácter y la utilidad de la gran variedad de vías especiales de información.

Datos sobre las condiciones de la emisión

Supongamos que, en el caso típico, el analista busca datos referentes a (1) las condiciones de la emisión específica; (2) la empresa y (3) el sector. Las provisiones de la propia emisión están resumidas en los manuales del producto financiero o en los servicios estadísticos. Para una información más detallada relativa al contrato de un bono, el analista ha de consultar el contrato (o la escritura del fondo), del cual puede obtener o inspeccionar una copia en la oficina del fondo de inversión. Las condiciones de las respectivas emisiones de acciones de una empresa se entregan enteramente en los estatutos (o artículos de incorporación), junto con la normativa. Si las acciones cotizan en Bolsa, los documentos están archivados en la SEC, y también en la Bolsa correspondiente. En los casos de bonos y de acciones, las aplicaciones de la cotización —que se pueden obtener fácilmente— contienen casi todas las provisiones significativas. Los prospectos de nuevas emisiones contienen también dichas provisiones.

Datos de la empresa

Informes a los accionistas (incluidas informaciones internas).

Por lo que respecta a la empresa, la principal fuente de datos estadísticos es, por supuesto, los informes emitidos a los accionistas. Estos varían ampliamente en frecuencia y exhaustividad, tal como lo demuestra el siguiente resumen.

Todas las empresas de ferrocarril importantes ofrecen cifras mensuales hasta el neto después de arrendamientos (ingresos netos de explotación del ferrocarril). La mayoría reflejan los resultados en el balance para los dividendos (ingresos netos) y publican un montón de cifras cada semana, pero pocas han publicado los beneficios brutos semanalmente. Los informes anuales tipo panfleto publican las cifras financieras y de explotación con un detalle considerable¹.

La normativa que impera en las empresas de suministros varía entre informes cuatrimestrales y mensuales. Las cifras incluyen regularmente el bruto, el neto después de impuestos y el balance para el reparto de dividendos. Algunas empresas publican solo un total móvil de doce meses, por ejemplo, American Water Works and Electric Company (mensual), North American Company (cuatrimensual). Muchas de ellas facilitan cifras semanales o mensuales de los kilovatios por hora vendidos.

Industriales. La práctica que siguen las empresas industriales responde normalmente a una política individual. En algunos sectores industriales impera la tendencia a que la mayoría de empresas sigan la misma línea.

1. *Informes mensuales.* La mayoría de cadenas de tiendas anuncian sus ventas mensuales en dólares. Antes de 1931, los productores de cobre publicaban regularmente su producción mensual. General Motors publica sus ventas mensuales en unidades.

Entre 1902 y 1933, La United States Steel Corporation publicaba mensualmente sus pedidos no satisfechos, pero en 1933 sustituyó esta cifra por la de envíos mensuales en toneladas. Baldwin Locomotive Works ha publicado cifras mensuales de envíos, pedidos nuevos y encargos no satisfechos en dólares. El Grupo Standard Oil de empresas de oleoductos publica estadísticas mensuales de sus operaciones en barriles.

Las cifras mensuales de beneficios netos se publican de vez en cuando en cada empresa individual, pero estas prácticas han tendido a ser cada vez más esporádicas o temporales (por ejemplo, Otis Steel, Mullins

Manufacturing, Alaska Juneau)^{50 51}. Existe la tendencia a inaugurar informes mensuales en períodos de bonanza y a dejar de hacerlos cuando menguan los beneficios. A veces, las cifras mensuales aparecen en los informes cuatrimestrales (por ejemplo, la United States Steel Corporation antes de 1932).

2. *Informes trimestrales.* La publicación trimestral de resultados se considera un procedimiento normal en casi todas las líneas de la industria. La Bolsa de Nueva York ha estado solicitando informes cuatrimestrales con una insistencia creciente y ha sido capaz de conseguirlos respecto de la cotización de productos financieros nuevos o adicionales. Ciertos tipos de negocios se consideran —incluso por ellos mismos— exentos de este requerimiento, debido a la naturaleza estacional de sus resultados. Estas líneas incluyen la producción de azúcar, de fertilizantes y de instrumentos agrícolas. Las fluctuaciones estacionales se pueden ocultar publicando cuatrimestralmente una cifra móvil de beneficios de doce meses. Eso es lo que hace la Continental Can Company⁵².

No es fácil comprender por qué todos los grandes fabricantes de cigarrillos y la mayoría de grandes almacenes deberían ocultar sus resultados durante todo un año. También parece poco coherente para una empresa como Woolworth publicar sus ventas mensualmente aunque sin los informes provisionales de sus beneficios netos. Muchas empresas individuales, pertenecientes a prácticamente todos los sectores de la industria, siguen sin publicar sus informes cuatrimestrales. En casi todos los casos, estas cifras provisionales están disponibles para la directiva, pero no se muestran a los accionistas si no existe una justificación adecuada.

Los datos que se facilitan en el informe cuatrimestral varían desde una sola cifra de beneficios netos (a veces sin tener en cuenta la depreciación o los impuestos federales) hasta una presentación totalmente detallada de la cuenta de resultados y el balance, con anotaciones del presidente añadidas. General Motors Corporation es un ejemplo remarcable de esta última práctica.

3. *Informes semestrales.* No parecen ser una práctica habitual en ningún sector industrial, excepto, tal vez, en las empresas del sector de la goma.

⁵⁰ Algunos ferrocarriles mandan a todos los accionistas un informe anual condensado, aunque se ofrecen a enviar un informe más detallado si este se solicita.

⁵¹ Las cifras de la Alaska Juneau —algo abreviadas— han seguido iguales desde más o menos 1925 hasta el final de 1939. En 1939, Caterpillar Tractor empezó a publicar cada mes una cuenta completa de resultados y un balance. En realidad, eso no es algo tan extraordinario, puesto que la mayoría de empresas proporcionan estos datos a sus directivos.

⁵² En marzo de 1936, la Bolsa de Nueva York propuso que todas las empresas que cotizaran en bolsa siguieran este procedimiento en lugar de publicar los consabidos beneficios cuatrimestrales. Esta propuesta levantó una gran oposición y fue retirada al mes siguiente.

Hay unas cuantas empresas individuales que informan semestral mente, como la American Locomotiva y la American Woolen.

4. *Informes anuales.* Todas las empresas que cotizan en Bolsa publican algún tipo de informe anual. El informe anual suele ser más detallado que los que abarcan períodos intermedios. A menudo contiene anotaciones—no siempre ilustrativas— del presidente o del consejero delegado, relativas a los resultados de años anteriores y al panorama futuro. Sin embargo, lo que caracteriza al informe anual es que muestra invariablemente la situación del balance.

La información que se ofrece en la cuenta de resultados varía considerablemente. Algunos informes solo ofrecen los beneficios disponibles para el reparto de dividendos y la cantidad de dividendos pagados, como la United States Leather Company.⁵³

Cuenta de resultados. En nuestra opinión, una cuenta de resultados anual no está razonablemente completa a menos que contenga los siguientes elementos: (1) ventas, (2) ganancias netas (antes que las partidas siguientes), (3) depreciación (y disminución), (4) cargos de intereses, (5) ingresos procedentes de la explotación (detallados), (6) impuestos sobre la renta, (7) dividendos pagados y (8) ajustes por superávit (detallados).

Antes de la aprobación de la Securities and Exchange Act, lamentablemente menos de la mitad de nuestras corporaciones industriales proporcionaban esta parte tan modesta de información. (Como contrapartida, los datos de los ferrocarriles y de los suministros públicos han sido los adecuados desde hace mucho tiempo.) Las regulaciones de la SEC requieren ahora que prácticamente toda esta información sea publicada en el informe original de inscripción (formulario 10) y en los informes anuales posteriores (formulario 10-K). Un número bastante elevado de empresas han solicitado a la SEC la confidencialidad de sus

⁵³ Pocohantas Fuel Company parece ser la única empresa que, a pesar de cotizar en la Bolsa de Nueva York, publicó solo un balance anual y no ofreció ningún balance de resultados de ningún tipo. Sus bonos fueron eliminados de la cotización en octubre de 1934.

Las transacciones del New York Curb incluyen una serie de las llamadas «emisiones que no cotizan»—que datan de antes de la SEC— que no están sujetas a los requerimientos de la SEC. Entre estas hay empresas como American Book, que no publica cuenta de resultados, y New Jersey Zinc, que publica cuenta de resultados pero no el balance.

Las empresas cuyas emisiones se tratan de manera extrabursátil, y por tanto no están sujetas a las regulaciones de la SEC, suelen publicar solamente informes anuales. Estos suelen ser menos detallados que los informes de las empresas que cotizan en Bolsa, y especialmente propensos a omitir cifras de ventas y de depreciación. La gran mayoría facilita tanto el balance como la cuenta de resultados, pero las excepciones son ligeramente numerosas. Un ejemplo divertido es la Dun & Bradstreet Corporation. Este proveedor de información financiera no revela sus propios beneficios a sus accionistas. Otras empresas que ocultan sus cuentas de resultados son Bemis Brothers' Bag, Joseph Dixon Crucible (desde 1935), Glenwood Range, Goodman Manufacturing, Perfection Stove, Regal Shoe, etc.

cifras, alegando que su publicación iría en detrimento de la empresa, aunque la mayor parte de estas peticiones han sido retiradas o denegadas.⁵⁴

El criterio de «exhaustividad razonable» de los informes anuales antes sugerido no incluye en absoluto todas las informaciones que podrían prometerse a los accionistas. Los informes de la United States Steel Corporation se pueden tomar como ejemplo de exhaustividad. Los datos que facilitan abarcan, además de nuestros requerimientos estándar, los siguientes elementos:

1. Producción y ventas en unidades. Ritmo de capacidad explotada.
2. Divisiones de ventas entre: nacionales y extranjeras, entre empresas y a terceros.
3. Detalles de los gastos de explotación: sueldos, nivel de sueldos y número de empleados. Impuestos estatales y locales. Gastos de ventas y generales. Gastos de mantenimiento, cantidad y detalles.
4. Detalles de los gastos de capital durante el año.
5. Detalles de inventario.
6. Detalles de las propiedades de la empresa.
7. Número de accionistas.

Balance. La forma del balance está más estandarizada que la de la cuenta de explotación y ya no es el blanco de las críticas. Anteriormente, un defecto muy extendido de los balances era la no separación entre activos fijos tangibles e intangibles, pero ese aspecto es hoy en día bastante insólito en el caso de las emisiones que cotizan en Bolsa. (Entre

⁵⁴ Hay unas cuantas empresas, como Celanese Corporation of America, que han adquirido un estatus de confidencialidad de sus cifras de ventas en determinados años anteriores a 1938. En algunos de los casos, posiblemente la mayoría, se denegaron peticiones posteriores y sus cifras de ventas fueron, por lo tanto, hechas públicas.

Nuestro estudio de los informes de 1938 de prácticamente todas las empresas industriales que cotizaban en la Bolsa de Nueva York (seiscientos cuarenta y ocho empresas) reveló que había solo ocho que no habían cumplido con el informe de sus cifras de ventas al llegar el final de aquel año. La SEC advirtió que el tratamiento confidencial de la cifra de ventas había sido concedido a una empresa (United Fruit) y que en diciembre de 1939 todavía no se había tomado ninguna decisión con respecto a las otras siete (American Sumatra Tobacco, Bon Ami, Collins & Aikman, Mathieson Alkali, Mesta Machine, Sheaffer Pen, United Engineering and Foundry).

Había varias emisiones, como Trico Products Corporation, que no llegaron a registrarse y se eliminaron de la cotización, presumiblemente por su poca disposición a proporcionar sus cifras de ventas. La retirada de Marlin Rockwell Corporation de la cotización en 1938 se puede atribuir a la misma razón. Las Bolsas favorecieron una enmienda a la ley que requería la revelación total en el caso de emisiones extrabursátiles para eliminar lo que consideraban una ventaja injusta.

Hay muchas empresas que siguen facilitando, en los informes anuales a los accionistas, mucha menos información de la que dan a la SEC. El *Corporation Records Service* de la Standard Statistics, sin embargo, publica con regularidad las cifras de la SEC como datos complementarios.

las empresas que desde 1935 han hecho pública la cantidad de fondo de comercio antes incluida en sus cuentas de propiedad hay que destacar a American Steel Foundries, American Can, Harbison-Walter Refractories, Loose Wiles Biscuit y United States Steel. En casi todos estos casos el fondo fue compensado por el superávit.)

Se podrían aceptar bien las críticas contra la práctica de muchas empresas que declaran solo la cifra neta de su cuenta de propiedades sin mostrar la deducción por depreciación. Otras opciones que a veces se utilizan son no declarar el valor de mercado de los productos financieros que se poseen —por ejemplo, Oppenheim Collins and Company en 1932—; identificar «inversiones» con productos comerciales o no-líquidos —como Pittsburg Píate Glass Company—; otorgar al inventario un valor inferior al coste o al mercado —como Celanese Corporation of America en 1931—, declarar la naturaleza de reservas varias —como Hazel Atlas Corporation— y declarar la cantidad de los propios productos financieros de la empresa ubicados en el Tesoro Público, como American Arch Company⁵⁵.

Informes periódicos a agencias públicas. A los ferrocarriles y la mayoría de vsuministros públicos se les requiere que den información a distintas comisiones estatales y federales. Puesto que estos datos son, en general, más detallados que los informes a los accionistas, constituyen una útil fuente de material suplementario. Puede resultar interesante aportar unos cuantos ejemplos prácticos del valor de estos informes.

Durante muchos años, antes de 1927, Consolidated Gas Company of New York (en la actualidad, Consolidated Edison Company of New York) era un «valor misterioso» en Wall Street porque facilitaba muy poca información a sus accionistas. Los especuladores daban mucha importancia al valor no revelado de sus intereses en sus numerosas empresas subsidiarias. Sin embargo, los datos completos de explotación y financieros relacionados con la empresa y sus subsidiarias estaban siempre disponibles en los informes anuales de la Public Service Commission de Nueva York. Lo mismo ocurrió durante mucho tiempo con las Mackay Companies, que controlan la Postal Telegraph and Cable Corporation, que no daban detalles a sus accionistas ni la información necesaria a la Interstate Commerce Commission. Nada que ver, por el contrario, con los transparentes informes que la Fifth Avenue Bus Secundes Company da a sus accionistas y la información tan completa que ofrece su subsidiaria de

⁵⁵ Varios de estos puntos estaban implicados en una disputa prolongada entre la Bolsa de Nueva York y Allied Chemical and Dye Corporation, que concluyó a favor de la Bolsa en 1933. Pero los informes anuales de la empresa a sus accionistas siguen siendo inadecuados en el sentido de que no facilitan las cifras de ventas, ni los gastos de explotación, ni la depreciación.

explotación a la New York Transit Commission.

Finalmente podemos citar al Grupo Standard Oil de empresas de oleoductos, que se ha mostrado muy reacio a la hora de facilitar información a sus accionistas. Sin embargo, estas empresas entran en la jurisdicción de la Interstate Commerce Commission y tienen la obligación de facilitar informes anuales circunstanciales a Washington. Hace unos cuantos años, el examen de estos informes hubiera desvelado hechos asombrosos sobre la cantidad de dinero líquido y de productos financieros comercializables que tenían estas empresas.

La enorme cantidad de datos incluidos en el *Survey of Current Business*, publicación mensual del Departamento de Comercio de Estados Unidos, han incluido cifras de ventas de empresas concretas de cadenas de tiendas que no se hacían públicas, como, Waldorf System, J. R. Thompson, United Cigar Stores, Hartman Corporation, etc. En las publicaciones o servicios comerciales hay a menudo información disponible y estadísticas actualizadas sobre empresas particulares.

Ejemplos: Cram's Auto Service facilita cifras semanales de producción de cada empresa de automóviles. Willett and Gray publica varias estimaciones de producción de azúcar por empresas durante el año de cultivo. El *Oil and Gas Journal* suele contener datos relativos a la producción de importantes yacimientos petrolíferos y de gas de varias empresas. El *Railway Age* ofrece información detallada de los pedidos de material. Dow, Jones and Company calcula semanalmente el ritmo de producción de United States Steel.

Aplicaciones de la cotización. En la época anterior a la SEC, estas eran las fuentes no periódicas de información más importantes. Los informes exigidos por la Bolsa de Nueva York como prerequisite para aceptar productos financieros en su cotización son mucho más detallados que los que suelen facilitarse a los accionistas. Los datos adicionales podrían incluir ventas en dólares, producción en unidades, base y cantidad de la depreciación y cargos de disminución. Se puede también facilitar información valiosa sobre las propiedades de la empresa, las condiciones de los contratos y los métodos de contabilidad empleados.

Para el analista, estas aplicaciones de cotización resultarán extremadamente útiles. Es una lástima que aparezcan a intervalos irregulares y, por lo tanto, no se pueda contar con ellos como fuente regular de información.

Informes y prospectos del registro. Como resultado de la legislación y las regulaciones de la SEC, la información disponible relativa a todos los productos financieros y a los nuevos productos (coticen o no) es mucho más completa que hasta entonces. Estos datos figuran en informes de

registro clasificados en la Commission de Washington y están disponibles para su inspección, aunque también se puede obtener una copia pagando una cuota. La información más importante en el informe de registro debe incluirse en el prospecto facilitado por los suscriptores con la SEC bajo las condiciones de la Public Utility Act de 1935, aplicable a empresas participantes, algunas de las cuales pueden no incluirse bajo la otra legislación. Aunque es cierto que los informes de registro son demasiado extensos como para ser leídos por un inversor típico, y aunque resulta dudoso si este puede estar interesado en digerir el material del prospecto abreviado (que a su vez puede tener más de cien páginas), no hay duda de que este material puede resultar de gran valor para el analista y, a través de él, también para el público inversor.

Informes oficiales varios. La información sobre empresas individuales puede ser desenterrada a través de varios tipos de documentos oficiales. Unos pocos ejemplos darán una idea de su carácter heterogéneo. El informe de la United States Coal Commission de 1923 (finalmente impreso como documento del Senado en 1925) aportó datos financieros y de explotación sobre las empresas de antracita inéditos hasta entonces. Los informes de la Federal Trade Commission han aportado recientemente una cantidad de información hasta entonces no disponible relativa a empresas explotadoras de suministros y a empresas de gas natural y oleoductos, descubiertos después de una elaborada investigación que duró cerca de nueve años. En 1938 y 1939, la comisión publicó informes detallados sobre los fabricantes de herramientas de granja y de automóviles. En 1933, un completo estudio de las empresas de oleoductos fue publicado bajo la dirección de la House Committee on Interstate and Foreign Commerce. De la investigación llevada a cabo por la Federal Communications Commission, conforme a una resolución del Congreso adoptada en 1935⁵⁶, surgieron amplios estudios del American Telephone and Telegraph System. Algunas de las opiniones de la Interstate Commission contenían material de gran valor para el analista. Los fideicomisarios hipotecados pueden tener información que se requiera en las condiciones del contrato. Estas cifras pueden ser cuantiosas. Por ejemplo, los informes no publicados por el fideicomisario de Masón City y de la Ford Dodge Railroad Company 4s, revelaron que los intereses de los bonos no se

⁵⁶ Estos informes han sido publicados respectivamente como Doc. del Sen. 92, puntos 1-84D, 70 Congreso, Primera Sesión (1928-1937); Doc. de la Cám. de Repr. 702, puntos 1 y 2, 75 Congreso, Tercera Sesión (1938); Doc. de la Cám. de Repr. 468, 76 Congreso, Primera Sesión (1939); Informe de la Cám. de Repr. n.º 2.192, puntos 1 y 2, 72 Congreso, Segunda Sesión (1933); Doc. de la Cám. de Repr. 340, 76 Congreso, Primera Sesión (1939), junto con los informes suplementarios mencionados en las págs. 609-611 en adelante; e Informe Propuesto, Investigación sobre Teléfonos según la Resolución Pública n.º 8, 74 Congreso (1938).

estaban ganando, que el pago a partir de ahí se seguía pagando por parte de la Chicago Great Western Railroad Company solo por cuestión de reglamento, y, por lo tanto, que los bonos estaban en una posición mucho más vulnerable de lo que en general se sospechaba.

Publicaciones estadísticas y financieras. La mayor parte de la información requerida por los analistas financieros en su trabajo diario puede encontrarse conveniente y adecuadamente en los diversos servicios estadísticos. Estos incluyen manuales exhaustivos publicados anualmente con suplementos periódicos (Poor, Moody); acciones descriptivas y tarjetas de bonos, y manuales revisados con regularidad (Standard & Poor, Fitch), además de boletines diarios de noticias relacionadas con empresas concretas (Standard Corporation Records, Fitch)⁵⁷. Estos servicios han progresado notablemente durante los últimos veinte años por lo que respecta a la exhaustividad y la precisión a la hora de presentar los datos. Sin embargo, no se puede contar solo con ellos para obtener todos los datos disponibles en las distintas fuentes originales antes mencionadas. Algunas de estas fuentes se les escapan totalmente, y en otros casos pueden olvidarse de reproducir elementos importantes. Se deduce, así, que en cualquier estudio riguroso de una empresa concreta el analista ha de consultar los informes originales y otros documentos siempre que le sea posible, y no fiarse de resúmenes o transcripciones.

En el ámbito de las publicaciones financieras hay que hacer una mención especial a *The Commercial and Financial Chronicle*, una publicación semanal con numerosos suplementos estadísticos. Su tratamiento de los sectores financiero e industrial es inusualmente completo, y quizá su característica más destacable es su reproducción detallada de informes corporativos y otros documentos.

Peticiones de información directa de la empresa. La información publicada puede a menudo completarse en gran medida a través de la investigación privada con la dirección. No hay motivo alguno por el cual los accionistas no puedan solicitar información sobre determinados aspectos, pues, en muchos casos al menos, se le facilitarán los datos pedidos. No hay que olvidar nunca que un accionista es propietario del negocio y un «empleador» de sus directivos. Tiene derecho no solo a hacer preguntas legítimas, sino también a obtener una respuesta, a menos que haya un motivo persuasivo para lo contrario.

Sin embargo, a este aspecto tan importante no se le ha prestado la debida atención. Los tribunales han ocultado a menudo que un auténtico

^x Durante 1941, la Pooris Publishing Company y la Standard Statistics Company se fusionaron en Standard & Poor's Corp. Los servicios separados de Poor's han sido interrumpidos.

accionista tiene el mismo derecho a la transparencia de información que un socio de una sociedad privada. Puede que el accionista no ejerza este derecho para no actuar en detrimento de la empresa, pero es a la dirección a quien le toca demostrar si hay algún motivo impropio detrás de esta petición, o que la revelación de la información puede causar perjuicio al negocio.

Obligar a una empresa a dar información conlleva un procedimiento legal costoso, por lo que hay pocos accionistas que estén en posición de ejercer sus derechos hasta el final. Sin embargo, la experiencia demuestra que las peticiones insistentes de información legítima se aceptan hasta incluso por parte de las directivas más recalcitrantes. Eso es especialmente cierto cuando la información solicitada no es más amplia que la que publican con regularidad otras empresas del mismo sector.

Información relativa al sector

Los datos estadísticos relativos al conjunto de un sector abundan mucho. El *Survey of Current Business*, publicado por el Departamento de Comercio de Estados Unidos, da cifras mensuales sobre producción, consumo, inventarios, pedidos no satisfechos, etc., de numerosos sectores. Los datos anuales se incluyen en el *Statistical Abstract*, el *World Almanac* y otros compendios. El *Bienal Census of Manufactures* ofrece cifras más detalladas.

Muchas cifras inmediatas importantes se publican con cierta regularidad en las distintas revistas profesionales. En estas publicaciones puede hallarse también un perfil continuo y detallado del estado actual y de las perspectivas del sector. De este modo, pues, el analista puede adquirir sin dificultad un historial con una información bastante completa de la trayectoria y de los problemas del sector con el que está tratando.

En años recientes, las principales agencias de estadística han desarrollado servicios adicionales que contienen estudios básicos de los principales sectores industriales, suplementados con frecuencia con datos actualizados diseñados para poder mantener los estudios al día⁵⁸.

⁵⁸ Para la descripción de estos servicios véase el *Handbook of Commercial and Financial Services*, Special Libraries Association, New York, 1939.

Capítulo 4

Diferencias entre inversión y especulación

Connotaciones generales del término «inversión». «Inversión» o «invertid, como «valoi» en la famosa sentencia de Justice Brandéis, es «una palabra con muchos significados». De todos ellos, a nosotros nos afectan tres. El primer significado, o conjunto de significados, tiene relación con el hecho de poner o tener dinero en un negocio. Una persona «invierte» 1.000 dólares para abrir una tienda de alimentación; el rendimiento de la inversión en la industria del acero (incluida la deuda en bonos y los beneficios retenidos) tuvo un promedio de 2,40% en 1929-1938*. El sentido aquí es puramente descriptivo, pues no hace distinciones ni tampoco juicios. Adviértase, no obstante, que acepta, más que rechazar, el elemento de riesgo: se dice que la inversión ordinaria en un negocio se hace «a riesgo del negocio».

El segundo conjunto de usos aplica el término de una manera similar al ámbito de las finanzas. En ese sentido, todos los productos financieros son inversiones. Tenemos agentes o brokers de inversiones, empresas de inversiones^{59 60} o fondos, listas de inversiones. Aquí, de nuevo, no se hace tampoco una distinción real entre inversión y otros tipos de operaciones financieras como la especulación. Se trata de un término global conveniente, tal vez con algún matiz eufemístico, es decir, el deseo de dotar de cierta respetabilidad a las transacciones financieras de diversos tipos.

Junto a estas dos utilizaciones indiscriminadas del término «inversión» ha habido siempre una tercera y más limitada acepción: la de inversión por oposición a especulación. Que esta distinción resulta útil suele darse por sentado. Se cree comúnmente que inversión, en este sentido especial,

⁵⁹ *Dollars Behind Steel*, panfleto del American Iron and Steel Institute, Nueva York, 1939.

⁶⁰ Adviértase que en octubre de 1939 la SEC incluyó bajo el título de Empresa de Inversiones la oferta de acciones de The Adventure Company, Ltd., una empresa nueva promovida por The Discovery Company, Ltd. El hecho de que acciones con valor nominal de 1 centavo, fuesen ofrecidas a 10 \$ por acción, aunque no es realmente significativo, es en cierta manera apropiado.

siempre es algo bueno para todos. La especulación, en cambio, puede ser buena o mala, según las condiciones de la persona que especula. Por lo tanto, es esencial para cualquiera que se embarque en operaciones financieras, saber si está invirtiendo o especulando y, si se trata de esto último, asegurarse de que su especulación está justificada.

La diferencia entre inversión y especulación, cuando las dos se contraponen de esta manera, es comprendida de manera general por casi todo el mundo, pero cuando tratamos de formularla con precisión nos encontramos con dificultades muy curiosas. De hecho, se puede decir algo acerca de la definición que hace un escéptico de que la inversión no es más que la especulación acertada, y que la especulación es una inversión fracasada. Se puede afirmar que los productos financieros del gobierno de Estados Unidos son un medio de inversión, mientras que las acciones ordinarias, por ejemplo de Radio Corporation of America —que entre 1931 y 1935 no tuvieron detrás ni dividendos, ni beneficios ni activos tangibles— han de ser ciertamente una especulación. Y sin embargo, hay operaciones de una naturaleza claramente especulativa que se pueden llevar a cabo en bonos del gobierno estadounidense (por ejemplo, por parte de especialistas que compran grandes bloques anticipando una fuerte subida); y, por otro lado, en 1929 las acciones ordinarias de Radio Corporation of America estaban muy aceptadas como inversión, hasta el punto, de hecho, de ser incluidas en las carteras de fondos de inversión líderes.

Desde luego sería conveniente llegar a establecer una definición exacta y definible de los dos términos, aunque solo fuese porque debemos saber, en la medida de lo posible, de qué estamos hablando. Una razón más convincente podría ser tal vez que la propia incapacidad de distinguir entre inversión y especulación fue en gran medida responsable de los excesos del mercado de 1928-1929 y de las calamidades posteriores, y también, creemos, de muchas de las confusiones continuadas en las ideas y políticas de inversores de medio pelo. Por esa razón analizaremos este aspecto en mayor profundidad de lo que se hace normalmente. El mejor procedimiento será, en primer lugar, examinar los diversos significados comúnmente buscados al utilizar las dos expresiones, y luego intentar cristalizar, a partir de ellos, un solo concepto sólido y definido de inversión.

Distinciones hechas comúnmente entre los dos términos. Las principales distinciones en el uso común pueden incluirse en la siguiente tabla:

Inversión	Especulación
1. En bonos	En acciones
2. Compras directas	Compras con margen
3. Para participación permanente	Para una compra puntual
4. Para ingresos	Para beneficios
5. En productos seguros	En emisiones de riesgo

Las primeras dos distinciones tienen la ventaja de ser totalmente definidas, y cada una de ellas presenta también una característica que es aplicable al recorrido general de las inversiones o las especulaciones. Todas están abiertas a la objeción de que, en muchos casos concretos, el criterio propuesto no sería de aplicación adecuada.

1. Bonos frente a acciones. Si tomamos la primera distinción, nos percatamos de que esta corresponde a una idea generalizada de la inversión como algo opuesto a la especulación, y que tiene también el peso de al menos una autoridad en inversiones que insiste en que solo los bonos entran en esta categoría⁶¹. Sin embargo, esta última contención se opone a la aceptación casi universal de las acciones preferentes de máxima calificación como medio de inversión. Además, es muy peligroso contemplar la forma de bono como si poseyera intrínsecamente las credenciales de una inversión, puesto que un bono poco garantizado puede ser no solamente especulativo, sino también la forma menos atractiva de especulación. Es más, carece de solidez denegar el grado de inversión a unas acciones fuertemente sólidas simplemente porque posean posibilidades de beneficio. Hasta el punto de vista popular reconoce este hecho, puesto que ciertas acciones ordinarias especialmente sólidas han sido siempre calificadas de emisiones de inversión y sus compradores considerados inversores, y no especuladores.

2 y 3. Compras directas frente a marginales; participaciones permanentes frente a temporales. La segunda y tercera distinciones tienen relación con el método e intención habituales, más que con el carácter innato de las operaciones inversoras y especulativas. Es obvio que comprar unas acciones directamente no convierte instantáneamente la transacción en una inversión. En realidad, las emisiones más especulativas, por ejemplo, las *penny mining stocks*, han de adquirirse directamente, puesto que nadie prestará dinero por ellas. De la misma

⁶¹ Lawrence Chamberlain en la p. 8 de *InVestment and Speculation* de Chamberlain y William W. Hay, Nueva York, 1931.

manera, cuando se pidió al público norteamericano que durante la guerra adquiriera Liberty Bonds con dinero prestado, estas adquisiciones fueron, no obstante, universalmente clasificadas de inversión. Si se siguiera una lógica estricta en las operaciones financieras —¡una hipótesis bien improbable!— la práctica común sería la contraria: las emisiones (inversiones) más seguras se considerarían más adecuadas para la compra marginal, y las más arriesgadas (especulativas) se pagarían totalmente.

De manera parecida, el contraste entre participaciones permanentes y temporales es solo aplicable de una manera amplia e inexacta. Una autoridad en acciones ordinarias ha definido una inversión como cualquier compra hecha con la intención de conservarla durante un año o más; pero esta definición la sugiere confusamente su conveniencia, más que su penetración⁶². La inexactitud de esta norma sugerida se muestra por la circunstancia de que la inversión a corto plazo es una práctica muy extendida. La especulación a largo plazo es también algo bien establecido, siempre de la mano del arrepentimiento (cuando el comprador aguanta, esperando superar una pérdida), y se ejerce también en cierto grado como algo intencionado.

4 y 5. Ingreso frente a beneficio; seguridad frente a riesgo. La cuarta y quinta distinciones van también de la mano, y así, juntas, sin duda se aproximan más que las demás no solo a la comprensión popular sino también a la racional del tema. Desde luego, durante muchos años anteriores a 1928, el inversor típico se había interesado por encima de todo en la seguridad del capital y en la continuidad de unos ingresos adecuados. Sin embargo, la doctrina de que las acciones ordinarias son la mejor inversión a largo plazo ha dado como resultado una transferencia del énfasis de ingresos actuales a ingresos futuros, y así, inevitablemente, a la potenciación futura del valor del capital. En esta subordinación completa del elemento ingresos al deseo de beneficios, y también en la dependencia básica que pone sobre los desarrollos favorables que se esperan en el futuro, el estilo de inversión de la nueva era —como está ejemplificado en la política general de los fondos de inversión— resulta prácticamente indistinguible de la especulación. De hecho, esta llamada «inversión» puede llamarse rigurosamente especulación en las acciones ordinarias de empresas en posiciones fuertes.

Desde luego sería un paso saludable volver a la idea aceptada de los ingresos como motivo central de la inversión, dejando el objetivo de los beneficios o la apreciación del capital como una particularidad de la especulación. Sin embargo, resulta dudoso si la verdadera interioridad de

⁶² Sloan Lawrence, H., *Everyman and His Common Stocks*, pp. 8-9, 279 ff., Nueva York, 1931.

la inversión reside tan siquiera en esta distinción. Si examinamos prácticas habituales del pasado, encontramos algunos ejemplos en los que los ingresos habituales no eran el principal interés de una auténtica operación inversora. Eso era normalmente cierto, por ejemplo, en las acciones bancarias, que hasta años recientes estaban consideradas terreno exclusivo del inversor rico. Estas emisiones daban unos dividendos menores que los bonos de alta calificación, pero se adquirían con la expectativa de que un crecimiento regular en los beneficios y el superávit darían unas distribuciones especiales y un crecimiento en el valor del capital. En otras palabras, eran los beneficios que iban acumulándose a favor del accionista, y no los que se distribuyen en forma de dividendos, lo que motivaba su compra. Y sin embargo no parecería muy razonable tachar esta actitud de especulativa, puesto que entonces deberíamos argumentar que solo las acciones de bancos que pagan la mayor parte de su rendimiento en dividendos (y por lo tanto, dan un rendimiento actual adecuado) son inversiones, mientras que las que siguen la política conservadora de ir acumulando sus superávits deberían tacharse de especulativas. Tal conclusión es, obviamente, paradójica, y debido a ello hay que admitir que una inversión en acciones ordinarias se puede razonablemente fundar en su capacidad de ganancia, al margen de los pagos de dividendos que se hagan.

¿Nos lleva esto de nuevo a la teoría de la inversión de la nueva era? ¿Debemos decir que la compra de acciones industriales de bajo rendimiento en 1929 tenía el mismo derecho a llamarse inversión que la compra de acciones bancarias de bajo rendimiento de los tiempos anteriores a la guerra? La respuesta a esta pregunta debería llevarnos al final de nuestra investigación, pero para tratarla como es debido debemos volver la vista hasta la quinta y última de las distinciones de nuestra lista: entre seguridad y riesgo.

Esta distinción expresa el concepto más amplio de todos los que subyacen en el término «inversión», pero su utilidad práctica se ve mermada por varios puntos flacos. Si la seguridad ha de juzgarse por los resultados, estamos prácticamente invocando la pregunta y nos acercamos peligrosamente a la definición del escéptico de inversión como especulación acertada⁶³. Naturalmente, la seguridad debe postularse con anterioridad, pero, de nuevo, aquí hay lugar para muchas cosas indefinidas y puramente subjetivas. El jugador que apuesta en las carreras, apostando por algo seguro, está convencido de que su elección es segura. El inversor de 1929 en acciones ordinarias caras también se consideraba seguro al

⁶³ Para una propuesta «seria» sobre este tema, véase Félix I. Shaffner, *The Problem of Investment*, pp. 18-19, Nueva York, 1936.

confiar en el crecimiento futuro para justificar la cifra que estaba pagando sobradamente.

Principios de seguridad. El concepto de seguridad solo puede resultar útil si se basa en algo más tangible que la mera psicología del comprador. La seguridad debe estar garantizada, o al menos fuertemente determinada, por la aplicación de principios claros y bien establecidos. Era este punto lo que diferenciaba al comprador de acciones bancarias de 1912 del inversor en acciones ordinarias de 1929. El primero compraba a niveles de precio que consideraba conservadores a la luz de la experiencia; estaba satisfecho, debido a sus conocimientos de las fuentes y al poder adquisitivo de la institución, de que estaba obteniendo todo el valor de su dinero. Si un mercado fuertemente especulativo provocaba un avance del precio a un nivel en desacuerdo con estos principios de valor, vendía sus acciones y esperaba a que volvieran a tener un precio razonable antes de adquirir las de nuevo.

Si el comprador de acciones ordinarias de 1928-1929 hubiera tenido la misma actitud, el término «inversión» no hubiera sido el trágico equívoco que llevó al abismo. Sin embargo, aplicando orgullosamente la designación de *blue-chip* a las emisiones de alto precio tan favorecidas, el público reveló inconscientemente el motivo jugador en el corazón de sus supuestas selecciones inversoras. Estas diferían de las antiguas acciones bancarias en el aspecto vital de que el comprador no determinaba que valían el precio pagado mediante la aplicación de principios de valor firmemente establecidos. El mercado ideó nuevos principios a medida que avanzaba, aceptando el precio del momento —por muy alto que fuera— como única vara de medir. Cualquier idea de seguridad basada en este enfoque tan poco crítico era claramente ilusoria y estaba llena de peligro. Llevado a su extremo lógico, significaba que no había ningún precio que pudiera ser demasiado alto para unas acciones buenas, y que una emisión tal era igualmente «segura» después de subir hasta 200 que si se quedaba en 25.

Una propuesta de definición de inversión. Esta comparación sugiere que no basta con identificar inversión con expectativa de seguridad; la expectativa ha de basarse en el estudio y los principios. Al mismo tiempo, el inversor no tiene que estar necesariamente interesado en los ingresos inmediatos; a veces puede basar legítimamente su adquisición en un rendimiento que se acumula en su crédito y que él percibirá después de una espera más o menos larga. Con estas observaciones en mente, sugerimos la siguiente definición de inversión como algo en armonía tanto con la comprensión popularizada del término y los requerimientos de precisión razonable:

Una operación de inversión es la que, después de un análisis exhaustivo, promete una seguridad del capital y un rendimiento satisfactorio. Las operaciones que no cumplen con estos requerimientos son especulativas.

Ciertas implicaciones de esta definición merecen una discusión más a fondo. Hablamos de *operación de inversión* más que de *emisión* o de *compra* por varios motivos. Es poco coherente pensar siempre en el carácter de inversión como algo intrínseco en una emisión *per se*. El precio es a menudo un elemento esencial, de modo que una acción (e incluso un bono) puede merecer llamarse inversión a un nivel de precio, y no a otro. Además, una inversión puede estar justificada en un grupo de emisiones, que podrían no ser lo bastante seguras si se hiciera en cualquiera de ellas por separado. En otras palabras, la diversificación puede ser necesaria para reducir el riesgo que conllevan las emisiones por separado hasta el mínimo consonante con los requerimientos de la inversión. (Eso sería cierto, en general, en las adquisiciones de acciones ordinarias para inversión.)

En nuestra opinión es también correcto considerar como operaciones de inversión ciertos tipos de compromisos de arbitraje y cobertura que conllevan la venta de un producto financiero contra la compra de otro. En estas operaciones el elemento seguridad lo aporta la combinación de compra y venta. Se trata de una extensión del concepto ordinario de inversión, pero que a los autores les parece totalmente lógica.

Las expresiones «análisis riguroso», «seguridad prometida» y «rendimiento satisfactorio» son todas acusables de indefinición, pero lo importante es que su significado es lo bastante claro como para impedir un malentendido grave. Por «análisis riguroso» queremos decir, por supuesto, el estudio de los hechos a la luz de los principios establecidos de seguridad y valor. Un análisis que recomendara invertir en acciones ordinarias de General Electric a un precio cuarenta veces el de sus mayores beneficios de todos los tiempos por sus excelentes perspectivas quedaría claramente descartado como carente de cualquier tipo de rigor.

La seguridad buscada en una inversión no es absoluta o total. La palabra significa, más bien, la protección contra las pérdidas bajo cualquier condición o variación normal o razonable. Un bono seguro, por ejemplo, es uno que podría sufrir falta de pago solo en circunstancias excepcionales o altamente improbables. De manera similar, unas acciones seguras son las que tienen todas las perspectivas de valer el precio pagado excepto en contingencias bastante improbables. Cuando el estudio y la experiencia indican que hay que reconocer una posibilidad apreciable de

pérdida, estamos ante una situación especulativa.

Rendimiento satisfactorio es una expresión más amplia que *ingreso adecuado*, puesto que abarca tanto el aumento de precio como el beneficio, así como los intereses y la rentabilidad por dividendo. «Satisfactorio» es un término subjetivo; cubre cualquier nivel o cantidad de rendimiento, por bajo que sea, que el inversor esté dispuesto a aceptar, siempre y cuando actúe con una inteligencia razonable.

Podría resultar útil elaborar nuestra definición desde un ángulo algo distinto, que hace énfasis en el hecho de que la inversión debe tener siempre en cuenta tanto el precio como la calidad del producto financiero. En el sentido estricto, algo como una emisión de inversión no puede existir en sentido absoluto; es decir, implicando que sigue siendo inversión sea cual sea su precio. En el caso de bonos de la máxima calificación, puede que este aspecto no sea importante, puesto que es raro que sus precios estén tan hinchados como para introducir un riesgo serio de pérdida de capital. Sin embargo, en el campo de las acciones ordinarias, este riesgo puede aparecer con frecuencia por un aumento indebido del precio, tanto es así que en nuestra opinión la gran mayoría de acciones ordinarias se deben considerar especulativas la mayor parte del tiempo, simplemente porque su precio es demasiado elevado como para garantizar la seguridad del capital en cualquier sentido inteligible de la expresión. Debemos advertir al lector de que la opinión que prevalece sobre este punto en Wall Street no es la nuestra, y que él mismo deberá decidir quién se equivoca.

Sin embargo, plasmaremos nuestro principio en el siguiente criterio de inversión adicional:

Una operación de inversión es la que puede justificarse tanto a nivel cualitativo como cuantitativo.

La medida en que la distinción entre inversión y especulación puede depender de los hechos subyacentes, incluido el elemento precio, más que de una fácil generalización, puede ilustrarse de una manera algo extrema con dos ejemplos contrastados basados en las acciones de General Electric Special (preferentes), que ocurrieron en meses sucesivos.

Ejemplo 1: En diciembre de 1934 esta acción se vendía a $\frac{1}{2}U$. Se pagaba un 6% en 10\$ par y podía cancelarse en cualquier fecha de dividendos a 11. A pesar de la calidad preeminente de esta emisión, en cuanto a la seguridad de dividendos, el comprador a 12 estaba *especulando* hasta el punto de más del 10% de su capital. En la práctica, estaba

apostando a que la emisión no sería cancelada en unos cuantos años⁶⁴. Lo que ocurrió fue que la emisión fue cancelada por amortización a 11 dólares por acción el 15 de abril de 1935.

Ejemplo 2: Una vez cancelada la emisión, el precio declinó rápidamente a 11. En aquel momento, la emisión ofrecía una oportunidad única de *inversión a corto plazo con margen* rentable. Los brokers que compraron las acciones a 11 (sin pagar comisión), por ejemplo, el 15 de enero de 1935, podían haber tomado prestados 10 dólares por acción a partir de ahí a no más del 2% anual. Esta operación habría dado un rendimiento neto y seguro a un ratio del 40% anual sobre el capital invertido, como se indica en el siguiente cálculo:

Coste de 1.000 acciones a 11 neto	11.000 \$
Vencido el 15 abr a 11 más dividendo.....	11.150
Beneficio bruto	150
Menos intereses de tres meses al 2% sobre 10.000 \$....	50
Beneficio neto	100

El beneficio neto de 100 dólares sobre 1.000 dólares en tres meses equivale a un rendimiento anual del 40%.

No hace falta decir que la seguridad y el carácter de inversión resultante de esta extraña operación derivaban solo el hecho de que el participante podía contar absolutamente con la recuperación de las acciones en abril de 1935.

El concepto de inversión comentado anteriormente es más amplio que la mayoría de los de uso común. Según este, la inversión puede hacerse —aunque no es lo más frecuente— en acciones, efectuarse con margen y adquirirse con el único interés de llevarse un beneficio rápido. En este sentido sería contrario a las primeras cuatro distinciones que enumeramos al principio. No obstante, para compensar esta pretendida laxitud, insistimos en la garantía satisfactoria de la seguridad basada en un análisis adecuado. De este modo, llegamos a la conclusión de que el punto de vista del análisis y el punto de vista de la inversión son muy parecidos en su

⁶⁴ En años recientes, muchos productos financieros a corto plazo del Gobierno de Estados Unidos han sido adquiridos a precios que daban menos que nada a su cancelación con la expectativa de que los participantes recibirían a cambio valiosos privilegios en nuevas emisiones. Según nuestra definición, todas estas adquisiciones han de tacharse de especulativas por el hecho de la prima pagada por encima del valor nominal y de los intereses al vencimiento.

amplitud.

Otros aspectos de la inversión y la especulación

Relación del futuro con la inversión y la especulación. Se puede afirmar, con cierta aproximación a la verdad, que la inversión se basa en el pasado, mientras que la especulación mira básicamente al futuro. Tanto la inversión como la especulación han de someterse a la prueba del futuro; están sujetas a sus vicisitudes y son juzgadas por su veredicto. No obstante, lo que hemos dicho sobre el analista y el futuro se adapta igual de bien al concepto de inversión. Para la inversión, el futuro es algo de lo que protegerse y no de lo que aprovecharse. Si el futuro comporta mejora, pues mucho mejor; pero la inversión como tal no se puede fundar en ningún grado importante en la expectativa de mejora. La especulación, sin embargo, siempre puede correctamente —y a menudo, sólidamente— derivar su base y su justificación de los comportamientos en perspectiva distintos del comportamiento pasado.

Tipos de inversión. Suponiendo que el estudiante ha adquirido una idea lo bastante clara de la inversión en el sentido que acabamos de desarrollar, persiste el efecto confuso del uso predominante del término en los sentidos más amplios a los que hacíamos referencia al inicio del capítulo. Podría resultar útil emplear algún adjetivo descriptivo con regularidad y siempre que sea necesario para designar el significado concreto buscado. Proponemos los siguientes:

1. Inversión de negocio -Hace referencia al dinero metido o conservado en un negocio.
2. Inversión financiera o en general -Hace referencia a los productos financieros en general.
3. Inversión protegida -Hace referencia a los productos financieros que se consideran sujetos a una pequeña dosis de riesgo a causa de su anterior reclamación de beneficios o porque reposan sobre un poder impositivo adecuado.
4. Inversión de analista -Hace referencia a operaciones que, después de un estudio riguroso, prometen la seguridad del capital y un rendimiento adecuado.

Evidentemente, estos tipos distintos de inversión no se excluyen mutuamente. Un buen bono, por ejemplo, se ajustaría a los cuatro apartados. A menos que especifiquemos lo contrario, emplearemos la

palabra «inversión», y sus sinónimos, en el sentido de «inversión de analista», tal y como lo hemos desarrollado en este capítulo.

Tipos de especulación. La distinción entre especulación y apuesta asume un significado cuando las actividades de Wall Street están sujetas a un escrutinio crítico. La posición más o menos oficial de la Bolsa de Nueva York es que «apostar» representa la creación de riesgos que no existían previamente —por ejemplo, apostar en las carreras—, mientras que especular se aplica a la asunción de riesgos que son implícitos en una situación y, por ello, alguien tiene que asumirlos. Una distinción formal entre «especulación inteligente» y «especulación poco inteligente» estaría, sin duda, abierta a fuertes objeciones teóricas, pero consideramos que, igualmente, tiene una utilidad práctica. Por ello, sugerimos lo siguiente:

1. Especulación inteligente -La asunción de un riesgo que parece justificado después de sopesar cuidadosamente los pros y los contras.
2. Especulación no inteligente - Asunción de riesgos sin un estudio adecuado de la situación.

En el ámbito de los negocios en general, la mayoría de empresas mejor consideradas corresponderían a la categoría de especulación inteligente, además de representar las «inversiones en negocio» en el sentido general. Si el riesgo de pérdida es muy bajo —algo que ocurre de manera excepcional—, una operación particular de negocio se podría cualificar como inversión de analista en nuestro sentido especial. Por otro lado, hay muchos negocios mal concebidos que pueden tacharse de especulaciones no inteligentes. De manera similar, en el ámbito de las finanzas, si bien una parte de la compra de acciones ordinarias se hace con una cautela razonable y puede calificarse de especulación inteligente, hay otra buena parte que se hace tras consideraciones inadecuadas y por motivos poco sólidos y, por lo tanto, pueden calificarse de no inteligentes. En algún caso excepcional unas acciones ordinarias pueden adquirirse en condiciones tan atractivas, ya sea especulativa como cuantitativamente, como para reducir el riesgo inherente al mínimo y justificar el título de inversión de analista.

Componentes de la inversión y la especulación. Una propuesta de compra que no pueda calificarse de “inversión analista” cae automáticamente en la categoría de especulativa. Sin embargo, a veces puede resultar útil contemplar esta compra de manera algo distinta y

dividir el precio pagado entre un componente especulativo y otro de inversión. Por ejemplo, el analista, considerando las acciones ordinarias de General Electric a su precio medio de 38 dólares en 1939, podría llegar a la conclusión de que, hasta 25 dólares la acción, está justificado desde el punto de vista estricto de valor de inversión. El resto de 13 dólares por acción representará el promedio de la valoración bursátil de las excelentes perspectivas a largo plazo de la empresa, incluyendo hasta ahí, tal vez, una fuerte inclinación psicológica a favor de esta empresa excepcional. En base a tal estudio, el analista declararía que el precio de 38 dólares por General Electric incluye un componente de inversión de unos 25 dólares por acción y un elemento especulativo de unos 13 dólares por acción. Si es segura, se deduce a un precio de 25 o menos, las acciones ordinarias de General Electric constituirían sin duda una “inversión de analista”; pero, por encima de ese precio, el inversor debe reconocer que está pagando una parte por las posibilidades especulativas muy reales de la empresa.(¹⁷)

Valor de inversión, valor especulativo y valor intrínseco. La discusión en marcha sugiere una ampliación de lo que se decía en el capítulo 1 sobre el concepto de “valor intrínseco”, que allí definíamos como “valor justificado por los hechos”. Es importante reconocer que tal valor no se limita en absoluto al “valor para inversión” –es decir, al componente de inversión del valor total –sino que puede incluir propiamente un elemento sustancial de valor especulativo, siempre y cuando dicho valor especulativo se haya obtenido de manera inteligente. De ahí que se pueda decir que el precio de mercado excede el valor intrínseco solo cuando refleja claramente una especulación no inteligente.

En términos generales, es función del mercado de valores y no del analista valorar los factores especulativos ante una situación dada de acciones ordinarias. En esta importante medida, es el mercado y no el analista lo que determina el valor intrínseco. El espectro de tal valoración puede ser muy amplio, tal como hemos mostrado en nuestra anterior sugerencia de que el valor intrínseco de las acciones ordinarias J. I. Case

(¹⁷) A riesgo de arrepentirnos mas tarde, hemos usado intencionadamente un ejemplo de carácter muy controvertido. Casi todo el mundo en Wall Street consideraría las acciones de General Electric como una emisión de inversión, fuera cual fuera su precio de mercado y, mas concretamente, considerarían el precio medio de 38 \$ como ampliamente justificado desde el punto de vista de la inversión. Pero estamos convencidos de que considerar la calidad de la inversión como algo independiente del precio es un error básico y peligroso. En cuanto al punto en el que cesa el valor de inversión de GE y empieza su valor especulativo, hay naturalmente espacio para una diferencia de opinión bastante amplia. Nuestra cifra es meramente ilustrativa.

en 1933 podía haber sido razonablemente tan alto como 130 y tan bajo como 30. En cualquier punto de este amplio margen habría sido necesario aceptar el veredicto del mercado —cambiante como era de un día para otro— como representativo de la mejor determinación disponible del valor intrínseco de esa emisión tan volátil.

Capítulo 5

Clasificación de productos financieros

Los productos financieros acostumbran a dividirse en los dos grupos principales de bonos y acciones, y estas últimas se subdividen en acciones preferentes y acciones ordinarias. La primera división reconoce y se adapta a la distinción legal básica entre la posición de los acreedores y la de los socios. El propietario de un bono tiene un derecho fijo y prioritario sobre el capital y sobre el interés; el accionista asume riesgos mayores y comparte los beneficios de la propiedad. Se deduce que los bonos, como categoría, tienen inherente un mayor grado de seguridad, mientras que una mayor oportunidad de ganancia especulativa —para compensar el mayor riesgo— se encuentra en el terreno de las acciones. Es esta diferencia, tanto de estatus legal como de carácter inversor, lo que nos da el punto de partida del tratamiento habitual de los productos financieros en los libros de texto.

Objeciones a la clasificación convencional: 1. Acciones preferentes agrupadas con las ordinarias. Teniendo en cuenta que este enfoque está consagrado por la tradición, está abierto también a varias objeciones serias. De ellas, la más evidente es que clasifica a las acciones preferentes con las ordinarias, mientras que, en cuanto a las prácticas inversoras, las primeras pertenecen sin duda al grupo de los bonos. La acción preferente típica o estándar se adquiere para obtener unos ingresos fijos y una seguridad del capital. Su propietario no se considera socio del negocio, sino titular de un derecho que va por delante de los intereses de los socios, es decir, de los accionistas ordinarios. Los accionistas preferentes son socios o propietarios del negocio solamente en un sentido técnico o legal, aunque se parecen a los titulares de bonos en el objetivo y en los resultados esperados de su inversión.

2. Forma de bono identificada con la seguridad. Una objeción más fuerte, aunque menos evidente, a la radical separación entre bonos y acciones es que tiende a identificar la *forma de bono* con la idea de seguridad. Así, los inversores son llevados a creer que el mismo nombre «bono» conlleva algún seguro especial contra las pérdidas. Esta actitud

carece básicamente de solidez y provoca a menudo graves errores y pérdidas. El inversor se ha ahorrado penalidades mucho más graves por el hecho más bien accidental de que los promotores de productos financieros raramente se han aprovechado del prestigio inversor que va unido a la forma de bono⁶⁵. Es cierto, más allá de la discusión, que los bonos en conjunto gozan de un grado de seguridad claramente superior al de la acción media. Sin embargo, esta ventaja no es el resultado de ninguna virtud esencial de la forma de bono sino que se desprende de la circunstancia de que la típica empresa americana está financiada con cierta honestidad e inteligencia y que no asume obligaciones fijas sin una expectativa razonable de poderlas cumplir. No obstante, no es la obligación lo que crea la seguridad, ni tampoco lo son los remedios legales del titular de bonos en caso de mora. *La seguridad depende y se mide enteramente por la capacidad de la corporación deudora de cumplir con sus obligaciones.*

El bono de un negocio sin activos o poder de ganancia sería tan poco valioso como las acciones de esa misma empresa. Los bonos que representan todo el capital colocado en una nueva operación no son más seguros de lo que serían sus acciones ordinarias y son considerablemente menos atractivos, puesto que el titular de un bono no puede obtener más de la empresa por su derecho fijo de lo que podría hacerlo si fuera propietario del negocio, libre y claramente⁶⁶. Este sencillo principio parece demasiado evidente para merecer su afirmación; sin embargo, debido a la tradicional asociación del bono con una mayor seguridad, al inversor se lo ha convencido a menudo de que, por el mero hecho de limitar sus ingresos, se protegía contra las pérdidas:

3. Incapacidad de los títulos de describir las emisiones con exactitud. La clasificación básica de los productos financieros en bonos y acciones —o incluso en tres clases principales de bonos, acciones preferentes y acciones ordinarias— está abierta a la tercera objeción de que en muchos casos estos títulos no logran dar una descripción precisa de la emisión. Eso es la consecuencia del porcentaje regularmente creciente de productos que no se ajustan a los parámetros estándar, sino que modifican o se confunden con las provisiones habituales.

Enunciados brevemente, estos parámetros estándar son los siguientes:

⁶⁵ Para ver un ejemplo fraudulento de venta de bonos, véase Ley de Valores de 1933: Publicación n.º 2.112, diciembre de 1939, relativa a la condena de varias personas en conexión con la venta de bonos de la American Termináis and Transit Company y de obligaciones de la Green River Valley Terminal Company.

- I. El modelo de bono comprende:
 - A. El derecho al pago de un interés fijo en fechas fijadas.
 - B. El derecho a rescatar una cantidad fija de capital en una fecha fijada.
 - C. No más intereses de los acordados en bienes o beneficios, y no tener voz en la gestión.
- II. El modelo de acción preferente comprende:
 - A. Una tasa de dividendos determinada prioritaria a cualquier pago a los titulares de acciones ordinarias. (Así, los dividendos preferentes completos son obligatorios si las acciones ordinarias reciben cualquier dividendo; pero, si a estas no se les paga nada, el dividendo preferente queda sujeto a la discreción de los directores.)
 - B. El derecho a una cantidad de capital declarada en caso de disolución, prioritaria ante los pagos de acciones ordinarias.
 - C. O ausencia de derecho de voto, o poder de voto compartido con los accionistas ordinarios.
- III. El modelo de acciones ordinarias comprende:
 - A. Una propiedad prorrateada de los bienes de la empresa que resultan después de saldar sus deudas y emisiones de acciones preferentes.
 - B. Un interés prorrateado de todos los beneficios una vez hechas las deducciones prioritarias.
 - C. El voto prorrateado en la elección de directores y demás funciones.

Los bonos y acciones preferentes que se ajustan a estos modelos estándar son a veces llamados *straight bonds* o *straight preferred stocks*.

Numerosas desviaciones de los modelos estándar. Sin embargo, casi todas las desviaciones del modelo estándar pueden hallarse en mayor o menor grado en el mercado de productos financieros actual. De estas, las más habituales e importantes se identifican con las siguientes designaciones: *income bonds*; bonos convertibles y acciones preferentes; bonos y acciones preferentes con *stock-purchased warrants attached*; acciones preferentes *participating*; acciones ordinarias con rasgos preferentes; acciones ordinarias *nonvolting*. De origen reciente es el sistema de pretender que el interés de los bonos o los dividendos preferentes se puedan pagar en efectivo o en acciones ordinarias, según sea la opción del titular. La *callablefeature* (rasgo de rescatable) que hoy encontramos en la

⁶⁶ Véase nota 4 del Apéndice, la fase de la liquidación de la United States Express Company, que ilustra este punto, y el ejemplo más reciente de la Courl-Livingston Corporation.

mayoría de bonos se puede también considerar una desviación menor de la provisión estándar de expiración fija del capital.

De desviaciones menos frecuentes y a veces únicas del modelo estándar, la variedad es casi interminable⁶⁷. Aquí solo mencionaremos el llamativo ejemplo de las acciones preferentes de la Great Northern Railway, que durante muchos años ha sido una emisión ordinaria normal; también el recurso de Associated Gas and Electric Company al insidioso y muy discutible sistema de bonos convertibles en acciones preferentes *a opción de la empresa* y que no son, por tanto, bonos en absoluto.

Todavía más asombrosa es la emergencia de tipos de productos totalmente particulares que guardan tan poca relación con el modelo estándar de bono o de acción que precisarían un conjunto de nombres totalmente distinto. De ellos, el más significativo es el *option warrant*—un sistema que durante los años anteriores a 1921 se fue convirtiendo en un instrumento financiero de gran importancia y con una enorme capacidad de hacer trampas. Las *option warrants* emitidas por una sola empresa—American and Foreign Power Company—obtuvieron en 1929 un valor de mercado añadido de más de 1.000 millones de dólares, una cifra superior a nuestra deuda nacional en 1914. Hay otra serie de formas de productos financieros de nuevo cuño, con nombres como «certificados de adjudicación» y «participaciones en dividendos» que podríamos también mencionar^{68 69}.

Las peculiaridades y complejidades que se encuentran en la lista de productos financieros actuales son argumentos añadidos contra la tradicional práctica de encasillar y hacer generalizaciones sobre los productos financieros según sus títulos. Mientras que este sistema tiene el mérito de la comodidad y cierta validez general, creemos que debe ser sustituido por una base de clasificación más flexible y precisa. En nuestra opinión, el criterio más útil para el estudio sería el comportamiento normal de la emisión después de la compra. En otras palabras, sus características de riesgo-beneficio tal y como el comprador o titular los considerarían de manera razonable.

Nueva clasificación sugerida. Con este punto de vista en mente, proponemos que los productos financieros sean clasificados bajo tres encabezamientos:

⁶⁷ Véase en nota 3 del Apéndice de la primera edición de este libro una lista completa de estas desviaciones, con ejemplos de cada una.

⁶⁸ Acciones ordinarias.

⁶⁹ En junio de 1939 la SEC sentó un precedente saludable negándose a autorizar la emisión de «Capital Income Debentures» en la reorganización de la Griess-Pfleger Tanning Corporation, basándose en que la invención de nuevos tipos de emisiones híbridas había ido ya demasiado lejos. Véase el n. 13 de la SEC Corporate Reorganizacion Release, del 16 de junio de 1939. Por desgracia, los tribunales no lo vieron de la misma manera y aprobaron la emisión del nuevo producto.

Clase	Emisión representativa
I. Productos de valor fijo.	Bono de la máxima calificación o acción preferente
II. Productos sénior de valor variable.	
A. Emisiones bien protegidas con posibilidades de beneficio	Bono convertible de la máxima calificación
B. Emisiones mal protegidas	Bono de la máxima calificación o acción preferente
III. Acciones ordinarias.	Acciones ordinarias

Una aproximación a esta clasificación se podría obtener con el uso de términos más familiares, como sigue:

- I. Bonos de inversión y acciones preferentes
- II. Bonos especulativos y acciones preferentes
 - A. Convertibles, etc.
 - B. Emisiones sénior de baja calificación
- III. Acciones ordinarias

Estas designaciones algo nuevas que empleamos aquí son necesarias para que nuestra clasificación sea más exhaustiva. Esta necesidad tal vez resultará más clara a partir de la siguiente descripción y discusión de cada grupo.

Características principales de los tres tipos. El primer grupo incluye emisiones, o el título que sea, en las cuales se puede decir que el posible cambio de valor se puede considerar razonablemente poco importante⁷⁰. El interés dominante del propietario reside en la seguridad de su capital, y su único objetivo al comprometerse es obtener una renta fija. En el segundo grupo, los posibles cambios y el valor del capital adquieren una importancia real. En el tipo A, el inversor espera obtener la seguridad de

⁷⁰ Las actuales fluctuaciones en el precio de los bonos de inversión a largo plazo desde 1914 han sido tan amplias (véase tabla de la p. 63) como para sugerir que estos cambios de precio han de tener seguramente una importancia más que menor. Sin embargo es cierto que el inversor actúa normalmente como si tuviera poca importancia para él, de modo que, al menos subjetivamente, nuestro criterio y título están justificados. A la objeción de que esto resulta manipulador y autoengañoso para el inversor, podemos alegar que, en conjunto, probablemente le vaya mejor si no tiene en cuenta las variaciones de precio de los bonos de la máxima calificación que si intenta aprovecharlas y, por tanto, intenta convertirse en operador.

una inversión directa, con la posibilidad añadida de beneficio a través de un derecho de conversión o algún privilegio similar. En el tipo B, se reconoce un riesgo claro de pérdida, que presumiblemente estaría compensado por la correspondiente posibilidad de beneficio. Los productos financieros incluidos en el grupo IIB serán distintos del tipo acciones ordinarias (Grupo HI) en dos aspectos: (1) Disfrutan de algún tipo de prioridad efectiva sobre algunas emisiones júnior y (2) sus posibilidades de beneficios, por muy sustanciosas que sean, tienen un límite relativamente definido, en comparación con el porcentaje ilimitado de posible ganancia teórica u optimistamente asociada con un compromiso afortunado en forma de acciones ordinarias.

Las emisiones de tipo valor fijo incluyen todas los bonos y acciones preferentes de la máxima calificación directos que se venden a precio normal. Aparte de estos, pertenecen a este grupo:

1. Emisiones convertibles sólidas en las cuales el nivel de convertibilidad es demasiado remoto para intervenir como factor en la compra. (Similarmente, por participar o garantizar emisiones sénior.)
2. Acciones ordinarias garantizadas de grado inversor.
3. Acciones ordinarias de clase A o prioritarias que ocupan el nivel de unas acciones preferentes directas de la máxima calificación.

Por otro lado, un bono de grado inversión que se vende a un precio indebidamente bajo pertenecería al segundo grupo, puesto que el comprador puede tener motivos para esperar y estar interesado en una apreciación de su valor de mercado.

El punto exacto en el que el tema de la fluctuación de precio se convierte en una cuestión menor es, naturalmente, imposible de determinar. El propio nivel de precios no es el único factor determinante. Un bono del 3% a largo plazo que se venda a 60 puede haber pertenecido a la clase de valor fijo (por ejemplo, Northern Pacific Railway 3s, con vencimiento en 2047 entre 1922 y 1930), mientras un activo con vencimiento a un año de cualquier tasa del cupón que se vendiera a 80 no habría podido pertenecer a él porque en un período comparativamente más breve debería pagarse a 20 puntos por encima o, de lo contrario, no pagarse y, por lo tanto, sufrir una fuerte caída en valor de mercado. De modo que debemos estar preparados para encontrar casos marginales en los que la clasificación (como entre el grupo I y II) dependerá del punto de vista personal del analista o el inversor.

Cualquier emisión que muestre las características principales de unas acciones ordinarias pertenece al grupo III, ya se llame «acción ordinaria»,

«acción preferente», o hasta «bono». El caso ya citado de American Telephone and Telegraph Company Convertible 4V2, cuando se estaban vendiendo a unos 200, ofrece el ejemplo opuesto. El comprador o titular del bono a un nivel tan elevado estaba llevando a cabo, a todos los efectos prácticos, un compromiso con unas acciones ordinarias, puesto que el bono y la acción no solo avanzaban juntos sino que caían juntos al tener un margen de precios extremadamente amplio. Una muestra todavía más clara de este punto la ofrecían las Kreuger and Toll Participating Debentures en el momento de su venta al público. El precio de oferta estaba tan por encima de su anterior anuncio que su título no tenía ninguna importancia y solo podía haber dado lugar a una confusión. Estos «bonos» eran claramente del tipo acción ordinaria⁷¹.

La situación contraria ocurre cuando las emisiones llamadas sénior se venden a un precio tan bajo que los productos júnior no pueden tener un capital real, es decir, intereses de propiedad, en la empresa. En casos así, el bono o acción preferente de bajo precio está virtualmente en la posición de una acción ordinaria y debe considerarse como tal en caso de análisis. Una acción preferente que se vende a 10 centavos por dólar, por ejemplo, no debe considerarse en absoluto una acción preferente, sino una ordinaria. Por otro lado, carece del principal requisito para un producto sénior, es decir, que debe ir seguida de una inversión júnior de valor sustancial. Y, además, conlleva todos los rasgos de beneficio de una acción ordinaria, puesto que la cantidad de ganancia posible desde el nivel corriente es, en la práctica, ilimitada.

La línea divisoria entre los grupos II y III es tan indefinida como la que separa los grupos I y II. Sin embargo, los casos límite se pueden tratar sin dificultades innecesarias, tomándolos desde el punto de vista de ambas categorías o de una de ellas. Por ejemplo, ¿unas acciones preferentes del 7% que se venden a 30, han de considerarse una emisión sénior de bajo precio o como el equivalente de unas acciones ordinarias? La respuesta dependerá en parte del resultado de la empresa y en parte de la actitud del posible comprador. Si el valor real puede existir convenientemente por encima del valor nominal de la acción preferente, la emisión tendrá garantizado parte del estatus preferente de un producto sénior. Por otro lado, si el comprador lo considera o no equivalente a una acción ordinaria dependerá de si está dispuesto a quedar satisfecho con una posible apreciación del 250% o si busca una mayor ganancia especulativa.⁷²

⁷¹ Véanse en nota 6 del Apéndice las condiciones de esta emisión.

⁷² En 1932 hubo muchas acciones preferentes de este tipo; por ejemplo, Interstate Department Stores Preferred, que vendieron a una media de 30 en 1932 y 1933 y luego subieron a 107 en 1936 y 1937. Algo similar se puede aplicar a los bonos de bajo precio, como los mencionados en la tabla 26.1.

De la discusión anterior, el auténtico carácter y objetivo de nuestra clasificación debe ser ahora más evidente. Su base no es el título de la emisión, sino el significado práctico de sus condiciones específicas y estatus con respecto a su propietario. Tampoco se pone el énfasis principal sobre lo que el propietario tiene derecho a reclamar, sino en lo que es probable que obtenga, o está justificado que espere, bajo las condiciones que parecen probables en el momento de la adquisición o del análisis.

Segunda parte
Inversiones de valor fijo

Introducción a la segunda parte,
por Howard S. Marks

Desentrañando los bonos

Me acerqué por primera vez a *Security Analysis* en 1965. Como estudiante de Wharton, me obligaron a leer textos de la obra maestra de Benjamín Graham y David Dodd (a los que se les había unido por entonces el editor Sydney Cottle).

Estamos hablando de hace mucho tiempo, cuando forjarse una carrera en la gestión de inversiones significaba generalmente trabajar para un banco, una compañía fiduciaria o una empresa aseguradora. Todavía faltaban bastantes años para que se fundara la primera empresa de inversión institucional que recuerdo: Jennison Associates. Los inversores de acciones ordinarias tenían como referencia el Promedio Industrial Dow Jones (*Dow Jones Industrial Average*), no el S&P 500, y no se hablaba de cuartiles o deciles. De hecho, tan solo unos pocos años antes, en el Centro de Investigación de los Precios de los Valores de la Universidad de Chicago, se habían digitalizado los precios diarios de las acciones desde 1926, permitiendo de ese modo el cálculo del rendimiento histórico del 9,2% de los recursos propios.

El término «inversión en acciones de crecimiento» era relativamente nuevo (y en su ausencia, no había necesidad del término opuesto «inversión en valor»). La invención del fondo de cobertura todavía tenía que reconocerse, y no estoy seguro de que la descripción existiera aún. Nadie había oído hablar nunca de un fondo de capital de riesgo, un fondo de capital privado, un fondo cuyo objetivo sea batir un índice, un fondo de rentabilidad absoluta o de un fondo del mercado emergente. Y, curiosamente, «inversor famoso» se consideraba, por lo general, un oxímoron, el mundo no había oído hablar aún de Warren Buffett, por ejemplo, y únicamente un círculo pequeño de gente conocía a su profesor de la Universidad de Columbia, Ben Graham.

El mundo de la renta fija tenía muy poco parecido con el de hoy en día. No había manera de evitar la incertidumbre con respecto al tipo al que se podían reinvertir los pagos de intereses porque no se habían inventado los

bonos de cupón cero. Los bonos que se calificaban como no aptos para la inversión no podían emitirse como tales, y los que habían caído en desgracia y estaban en circulación todavía tenían que ser etiquetados como bonos «basura» o «de alto rendimiento». Desde luego, no había préstamos apalancados, valores respaldados por hipotecas residenciales (RMBS) u obligaciones de préstamos, deudas y bonos con garantía prendaria. Y los profesionales de los bonos de hoy en día deberían reflexionar acerca de cómo sus predecesores llegaban a las rentabilidades al vencimiento antes de la existencia de los ordenadores, calculadoras o de los terminales Bloomberg.

De todas formas, tuve suerte de haber iniciado mis estudios a mediados de los años sesenta porque la teoría sobre inversiones y finanzas que seguiría estudiando en la Escuela de Postgrado de Estudios Empresariales de la Universidad de Chicago era nueva y no se había extendido todavía demasiado. Por consiguiente, mi experiencia universitaria no incluía el haber estado expuesto a la Hipótesis del Mercado Eficiente, que enseñó a unas cuantas generaciones siguientes de estudiantes de finanzas que no servía para nada *Security Analysis*: una guía hacia la imposible tarea de vencer a un mercado poco eficiente.

* * *

Aprendí mucho de este libro, que se convirtió en 1965 en la Biblia del análisis de valores. Y aun así pensé que era demasiado dogmático y que contenía demasiadas fórmulas que incluían constantes numéricas como, por ejemplo, «multiplicar por x» o «contar solamente los años y».

Una lectura más reciente por mi parte de los capítulos sobre los valores de renta fija en la edición de 1940 de *Security Analysis* sirvió para recordarme algunas de las reglas que, en aquel entonces, había considerado demasiado rígidas. Sin embargo, también me mostró la inmensa riqueza del sentido común menos cuantitativo y más flexible contenido en el libro, así como algunas de las percepciones más progresistas.

En mi opinión, algunos de los aspectos más interesantes del libro —y de los desarrollos del terreno de las inversiones a lo largo de las últimas décadas— podemos observarlas en la perspectiva de Graham y Dodd sobre la evolución de las normas de inversión.

- Al menos a lo largo de 1940, había normas aceptadas y muy específicas sobre lo que era y no era adecuado, especialmente en la renta fija. Había reglas y actitudes que regían las acciones de los

fiduciarios y las cosas que podían y no podían hacer. En este contexto, a un fiduciario que perdía dinero para sus beneficiarios en una inversión que no reunía los requisitos necesarios se le podía aplicar un «recargo» —se le podía forzar a compensar las pérdidas— sin referencia a lo bien que hacía su trabajo, en general, o a si toda la cartera ganaba dinero.

- Además, estaba el concepto de «hombre prudente», basado en un caso de un tribunal del siglo xix. ¿Esto era algo que una persona prudente haría, juzgándolo a la luz de las circunstancias bajo las que se había tomado la decisión y en el contexto de la cartera en su totalidad? De este modo, las inversiones individuales con pérdidas no debían dar lugar a penalizaciones si las decisiones del fiduciario y los resultados eran aceptables en su conjunto.
- Como parte del desarrollo de la teoría financiera que se atribuye a la Escuela de Chicago, en la década de los años cincuenta, Harry Markowitz señaló, basándose en una interpretación de la correlación, que la adición de un «activo de riesgo» a una cartera podía reducir el riesgo general de la cartera al incrementar su diversificación.
- Por último, la máxima contribución de la Escuela de Chicago llegó con la afirmación de que la «bondad» de una inversión —y de un registro del rendimiento— debía evaluarse basándose en la relación entre su riesgo y su rentabilidad. Una inversión segura no es una buena inversión y una inversión arriesgada no es una mala inversión. Las perspectivas de un rendimiento suficientemente bueno pueden compensar la posibilidad de riesgo de una inversión arriesgada, haciéndola atractiva y prudente.

Por consiguiente, hoy en día, vemos muy pocas reglas absolutas sobre la inversión. De hecho, es difícil pensar en algo que esté prohibido, y la mayoría de los inversores harán prácticamente cualquier cosa por hacer dinero. La edición de 1940 de *Security Analysis* constituye un giro interesante hacia lo que consideramos una forma de pensar muy moderna, pues hace referencia a algunas normas absolutas pero descarta muchas otras y refleja una actitud avanzada por lo que respecta la inversión sensata en renta fija.

Absolutos de la inversión

Es cierto que la edición de 1940 contiene algunas afirmaciones que parecen definitivas. A continuación ofrecemos algunos ejemplos:

La seguridad deficiente no se puede compensar por una tasa del cupón anormalmente alta. La selección de todos los bonos de

inversión ha de estar sujeta a normas de exclusión ya unos tests cuantitativos específicos (capítulo 6).

Si los bonos júnior de una empresa no están garantizados, sus bonos hipotecarios de primera no son una inversión de valor fijo deseable, porque si la segunda hipoteca es poco segura, la propia empresa es débil y, en general, una empresa débil no puede tener obligaciones de la máxima calificación (capítulo 6).

Los bonos de las empresas Industriales más pequeñas no son muy aptos como inversión de valor fijo (capítulo 7).

Cuando, en 1978, comencé a gestionar bonos de alto rendimiento, la mayoría de las carteras institucionales se regían por reglas que limitaban la tenencia de bonos o bien a la «calidad de inversión» (triple B o mejor) o a «A o mejor». Reglas como estas que hacen que el acceso a ciertos valores esté prohibido para la mayoría de los compradores tenían el efecto de poner las operaciones a disposición de aquellos que no estábamos tan limitados. A primera vista, las proscipciones de Graham y Dodd parecerían estar entre esas reglas.

La inversión frente a la especulación

Mientras leía de nuevo los capítulos que son el objeto de esta actualización, me encontré con cierto número de afirmaciones como estas, en las que se dice que algún bono es o no es adecuado para la inversión. No se hace mención del precio o del rendimiento; simplemente que sí o que no... qué era bueno o malo. Para alguien que, debido a su experiencia en la gestión de carteras, se ha ocupado casi exclusivamente de los activos de calidad especulativa, esto parecería descartar secciones completas del ámbito de las inversiones. Las ideas de que la rentabilidad potencial puede compensar el riesgo y de que la deuda de una empresa con problemas financieros puede abaratarse tanto que sea una señal clarísima de compra parecen oponerse a los principios de los autores.

Fue entonces cuando caí en la cuenta de que Graham y Dodd estaban diciendo una cosa y que yo estaba interpretando otra. Ellos no querían decir que algo no debería comprarse, sino más bien que no debería comprarse, utilizando sus palabras, «como inversión». Hoy en día la gente une la palabra «inversión» a cualquier cosa adquirida con el propósito de una ganancia financiera en comparación a algo comprado para su uso o consumo. En la actualidad, la gente invierte no solo en acciones y bonos sino también en joyas, en una multipropiedad de casa de veraneo y objetos coleccionables y arte. Sin embargo, hace setenta y cinco años, invertir

significaba la adquisición de activos financieros que, por su carácter intrínseco, satisficieran los requisitos del conservadurismo, de la prudencia y, sobre todo, de la seguridad.

Los valores se aprobaban para su inversión según la calidad y no la rentabilidad futura. O reunían o no los requisitos necesarios para la inversión. En el otro extremo, había también reglas absolutas, tales como las promulgadas por cada uno de los estados para sus cajas de ahorros. En Nueva York, por ejemplo, las cajas de ahorro podían comprar bonos de electricidad, gas y ferroviarios pero no los bonos de las compañías del agua o el tranvía. Los bonos garantizados por primeras hipotecas sobre bienes inmuebles se aprobaban como inversiones, pero sorprendentemente los bonos industriales no.

Las inversiones que se ceñían a las normas aceptadas eran consideradas «seguras» (y probablemente prueba de litigio para el fiduciario que las compraba), mientras que la especulación se consideraba arriesgada. Fue esta actitud rígida, exclusivista y sin término medio por lo que respecta a las inversiones correctas la que probablemente llevó a John Maynard Keynes a su mordaz observación de que «un especulador es una persona que corre riesgos de los que es consciente y un inversor es una persona que corre riesgos de los que no es consciente».

Por lo tanto» una actitud más moderna —y, como la de Keynes, muy por delante de su tiempo— estaría basada en la idea de que prácticamente cualquier activo puede ser una buena inversión si se compra con conocimiento y a un precio lo suficientemente bajo. Lo contrario es también algo que, insisto, es verdad: no hay ningún activo tan bueno que no pueda ser una mala inversión si se compra a un precio demasiado alto. Actualmente, todo el mundo comprende que el pertenecer a una lista de «inversiones aceptables» no ofrece ninguna protección contra las pérdidas. Si usted no está de acuerdo con esa afirmación, tenga en cuenta los bonos que se calificaban como AAA hace unas pocas décadas o los valores respaldados por hipotecas que pasaron de una calificación de AAA a la condición de basura en el 2007.

En *Security Analysis*, se desarrolla y reitera el principio de que «una tasa del cupón alta no significa una compensación adecuada por la asunción del riesgo considerable de capital» (capítulo 9). Esta afirmación parecería descartar la inversión en bonos de alto rendimiento que se ha perseguido con éxito a lo largo de los últimos treinta años con unos rendimientos absolutos y ajustados a riesgos por encima de aquellos de los bonos calificados aptos para la inversión. Una lectura más concienzuda, sin embargo, muestra que los valores que los autores sostienen que no deberían comprarse «como inversión» aún se pueden considerar «para la

especulación». Sin embargo, hoy en día, la afirmación general de Graham y Dodd ciertamente parece doctrinaria, especialmente porque implementa una distinción que ha dejado de existir casi por completo.

La afirmación de que ciertos activos son o no son adecuados para su adquisición como inversión es probablemente una de las máximas ante las que reaccioné de forma negativa hace cuarenta y tres años. Sin embargo, ahora, al realizar esta nueva lectura, fui capaz de ver más allá.

Realismo de la inversión

A lo largo de las últimas cuatro o cinco décadas, el mundo de las inversiones ha visto lo que podría describirse como el desarrollo de un enfoque mucho más pragmático de hacer dinero, es decir, jugar el mérito de las inversiones no por los conceptos absolutos de calidad y seguridad sino más bien por la relación entre el rendimiento deseado y el riesgo esperado. De modo alternativo, desde luego, esto podría describirse como rebajar las normas; ¿qué les pudo pasar a conceptos como a los de obligación del fiduciario y conservación de capital?

Graham y Dodd parece que operan en una especie de punto intermedio. Ellos proponen requisitos absolutos para las adquisiciones hechas como inversión, pero también admiten que no se debería pretender que la seguridad y calidad aparentes por sí solas hagan que algunas operaciones sean inversiones de éxito o descarten otras. A continuación ofrecemos varios ejemplos:

(Teniendo en cuenta que a los valores de renta fija les falta el potencial al alza de los valores de renta variable,) la esencia de la buena selección de bonos consiste, por lo tanto, en obtener factores de seguridad específicos y convincentes en compensación por la redención de la participación en los beneficios [capítulo 6].

La idea de un derecho de hipoteca como garantía de protección independiente del éxito del propio negocio es en la mayoría de los casos una falacia. (...) La práctica establecida de declarar el valor original o el valor estimado de la propiedad comprometida como incentivo de compra es totalmente engañosa [capítulo 6].

Los certificados de deuda de una empresa fuerte son sin duda inversiones más sólidas que las emisiones hipotecarias de una empresa débil [capítulo 6].

Está claro (...) que el inversor que favorece los Cudahy First-lien 5s [produciendo un 572 de rendimiento frente al rendimiento del 572 subordinado por encima del 20%] está pagando una prima de aproximadamente un 15% anual [la diferencia en rendimiento] por un seguro tan solo parcial contra las pérdidas. Teniendo eso en cuenta, está sin duda renunciando a demasiado por lo que obtiene a cambio (capítulo 6).

[Por otro lado,] cuando los bonos garantizados por la primera hipoteca rinden solo un poco menos, es sin duda mejor pagar la pequeña prima de seguro para protegerse contra los problemas inesperados (capítulo 6).

(Revisando la caída en picado de los bonos de los ferrocarriles entre 1931 y 1933,) el fallo radica en que la estabilidad del sector de los transportes ha sido sobreestimada, de modo que los inversores se han conformado con un margen de protección que ha demostrado ser insuficiente. *No ha sido un problema de dejar de lado imprudentemente los viejos criterios establecidos de seguridad [...] sino de conformarse con los viejos criterios cuando las condiciones exigían unos requerimientos más estrictos. (...) Si [el inversor] hubiera exigido que sus bonos de ferrocarril superaran las mismas pruebas que aplicaba a las emisiones industriales, se habría visto obligado a restringir su selección a unas pocas de las líneas mejor afianzadas. Al final, casi todos ellos han sido capaces de soportar las tremendas pérdidas de tráfico desde 1929 sin poner en peligro sus cargas fijas [capítulo 7, la cursiva es mía).*

Queda claro en estos comentarios y en muchos otros que Graham y Dodd insisten en el fondo más que en la forma, y en la lógica más que en las reglas. Lo que importa es la probabilidad de que un bono se pague, no cómo se le califique. Las normas crediticias no deben ser fijas sino que deben evolucionar. Las hipotecas no son mejores que las obligaciones sin garantía prendaria. Los bonos más seguros no son necesariamente mejores compras que sus subordinados. El rendimiento superior puede provocar que las emisiones de títulos más arriesgadas parezcan más atractivas.

Una lectura concienzuda deja claro que Graham y Dodd son unos verdaderos pragmáticos de las inversiones. Coincidiendo más con Keynes que discrepando de él, abogan por un análisis meticuloso seguido por una asunción de riesgos de forma inteligente (para evitar los riesgos de forma instintiva).

Nuestra metodología para la inversión en bonos

Para examinar la relevancia de *Security Analysis* para las inversiones en renta fija, revisé el proceso de Graham y Dodd para la inversión en bonos y comparé su enfoque con el aplicado por mi empresa, Oaktree Capital Management, L.P.

En resumidas cuentas, aunque las ideas de Graham y Dodd se pueden expresar de formas diferentes, la mayoría son muy aplicables al mundo de las inversiones de hoy en día. De hecho, son totalmente análogas al enfoque y metodología desarrollados y aplicados en el ámbito de los bonos de alto rendimiento a lo largo de los últimos treinta años por mi socio, Sheldon Stone, y por mí.

1. *Nuestro enfoque al completo está basado en el reconocimiento de la*

asimetría que subyace a todas las inversiones en bonos sin dificultades. Las ganancias están limitadas al rendimiento prometido más, quizá, algunos puntos de revalorización, mientras que las pérdidas crediticias pueden causar la desaparición de la mayoría o todo el capital de una persona. Por lo tanto, la clave del éxito yace en evitar a los perdedores, no en buscar a los ganadores. Tal y como Graham y Dodd señalan:

En lugar de asociar los bonos básicamente con la presunción de seguridad como ha sido habitual durante mucho tiempo, sería más seguro empezar con lo que no son presunciones sino hechos, es decir, que un bono [directo] es una inversión con un *rendimiento limitado*. [...]

Nuestra concepción primordial del bono como compromiso con un rendimiento limitado nos lleva a otro importante punto de vista con respecto a la inversión en bonos. Puesto que la prioridad debe ser evitar las pérdidas, la selección de bonos es principalmente un arte negativo. Se trata de un proceso de exclusión y rechazo, más que de búsqueda y aceptación [capítulo 6].

2. *Nuestras carteras de bonos de alto rendimiento están centradas.*

Trabajamos sobre todo en esa parte de la línea en la que se pueden ganar rendimientos sustanciales sobre los bonos calificados como B y en la que el riesgo de impago es limitado. Para nosotros, los bonos con mayor calificación no tienen el suficiente rendimiento, y los bonos con menor calificación son demasiado inseguros. Esta zona B es en la que nuestros clientes pretenden que operemos.

Sería mucho más razonable empezar con los parámetros mínimos de seguridad que todos los bonos han de satisfacer para ser dignos de ser tenidos en cuenta. Las emisiones que no logren cumplir estos mínimos han de descartarse automáticamente como inversiones directas, por muy alta que sea su rentabilidad o atractivas que puedan parecer sus perspectivas. (...) Básicamente, la selección de bonos debe consistir en trabajar hacia arriba a partir del nivel claramente mínimo, y no en ir hacia abajo de una manera caprichosa desde un nivel ideal pero inaceptable de seguridad máxima [capítulo 7).

3. *El riesgo crediticio proviene principalmente del grado de apalancamiento, y la inestabilidad básica de la empresa, cuya interacción en tiempos difíciles puede debilitar el margen por el que la cobertura de intereses sobrepasa los requisitos de servicio de la deuda.* Una empresa con flujos de caja muy estables puede secundar un gran apalancamiento y un fuerte servicio de la deuda. De igual modo, una empresa con un apalancamiento limitado y unos requisitos pequeños de servicio de la deuda puede sobrevivir a grandes fluctuaciones en su flujo de caja. Sin embargo, la combinación de un gran apalancamiento y un flujo de caja que no es

digno de confianza puede dar como resultado no cumplir el servicio de la deuda, tal y como se recuerda a los inversores para su exasperación cada cierto tiempo. Graham y Dodd citan los mismos elementos.

Si observamos el historial de 1931-1933, advertimos que las caídas de precios no eran debidas principalmente a unas estructuras financieras poco sólidas, como en el caso de los bonos de empresas de empresa de suministros, ni tampoco a un mal cálculo de los inversores en cuanto al margen de seguridad necesario, como en el caso de los bonos de ferrocarriles. Nos encontramos con muchos casos de desaparición repentina de poder de ganancia y ante la cuestión desconcertante de si el negocio podía sobrevivir [capítulo 7].

4. *El análisis de emisiones individuales requiere un enfoque de múltiples facetas.* Desde 1985, mi equipo de analistas ha aplicado un proceso de análisis crediticio de ocho factores desarrollado por Sheldon Stone. La mayoría de los elementos se reflejan en aspectos de las ideas de Graham y Dodd. Lo que nos preocupa es. la industria, la solvencia de la empresa, la gestión, la cobertura de los intereses, la estructura del capital social, las fuentes alternativas de liquidez, el valor liquidativo y los compromisos. *Security Analysis* refleja muchas de estas mismas preocupaciones.

Sobre la solvencia de la empresa: «La experiencia de la década pasada indica que un tamaño dominante o al menos considerable ofrece un elemento de protección contra los peligros de la inestabilidad.» (capítulo 8).

Sobre la cobertura de los intereses: «El inversor actual está acostumbrado a contemplar el ratio de beneficios-intereses como la prueba específica más importante de seguridad» (capítulo 9).

Sobre la estructura del capital social: «La empresa más grande puede ser la más débil si su deuda en bonos es desproporcionadamente grande.» (capítulo 8).

5. *La inversión de «compra y mantenimiento de bonos» no concuerda con las responsabilidades del inversor profesional, y la solvencia crediticia de cada emisor representado en la cartera debe revisarse al menos cada tres meses.*

Incluso antes de la caída bursátil de 1929, el peligro derivado de las inversiones hechas previamente, y la necesidad de escrutinio periódico o supervisión de todas las participaciones, habían sido reconocidos como un nuevo canon de Wall Street. Este principio directamente opuesto a la antigua práctica se resume a menudo con la máxima: «las inversiones permanentes no existen» (capítulo 21),

6. *No se dediquen a la oportunidad inversora en el mercado basándose en las previsiones del tipo de interés.* En vez de ello, limitemos nuestros esfuerzos a «conocer lo conocible», lo que puede resultar solamente de unos esfuerzos superiores por comprender las industrias, empresas y valores.

Si se comercia con bonos, es difícil que un inversor pueda acertar en detectar los cambios del mercado. (...) Por eso vemos con escepticismo la capacidad de cualquier agencia de inversión de ofrecer predicciones fiables del comportamiento del mercado, ya sea de bonos o de acciones. Además, estamos convencidos de que cualquier esfuerzo combinado por aconsejar sobre la selección de inversiones individuales de alta calificación y sobre el curso de los precios de bonos es fundamentalmente poco razonable y engañoso. Por mucho que al Inversor le guste poder comprar justo en el momento oportuno y vender justo antes de que los precios empiecen a caer, la experiencia demuestra que no es probable que acierte en sus intentos y que, al inyectar el elemento comercial a sus operaciones inversoras, (...) inevitablemente llevará sus intereses hacia direcciones especulativas [capítulo 21].

7. *A pesar de esforzamos al máximo, los impagos se colarán en nuestras carteras, debido tanto a defectos en el análisis crediticio como a la mala suerte.* Para que el rendimiento en incremento obtenido de asumir riesgos sobrepase con regularidad las pérdidas en las que se incurra como resultado de los impagos, las participaciones individuales deben ser lo suficientemente pequeñas como para que un único impago no dilapide una gran cantidad del capital de la cartera. Siempre hemos creído que nuestro enfoque del riesgo estaba íntimamente relacionado con el de una empresa aseguradora. Para que el proceso actuarial funcione, el riesgo debe estar extendido entre muchas participaciones pequeñas y debe darse una oportunidad para que pueda verificarse el rendimiento esperado. Por consiguiente, no debería invertirse en bonos de alto rendimiento a menos que pueda diversificarse completamente.

El inversor no puede convertirse en una compañía de seguros y arriesgarse a perder su capital a cambio de primas anuales en forma de cupones de grandes intereses. Una objeción a esta práctica es que una buena práctica de seguros requiere una distribución muy amplia del riesgo con el fin de minimizar la influencia de la suerte y de permitir el máximo juego a la ley de la probabilidad. El inversor puede esforzarse por lograr este objetivo diversificando sus participaciones, pero a efectos prácticos no puede aproximarse a la división del riesgo que consigue una compañía de seguros [capítulo 7].

Para finalizar el asunto del enfoque de las inversiones, consideramos que la asunción satisfactoria del riesgo crediticio en el universo de la renta fija depende de evaluar con éxito la capacidad de la empresa para atender

sus deudas. Un amplio análisis de los estados financieros no es ni mucho menos tan importante como algunas opiniones expertas con respecto a las perspectivas de la empresa.

La selección de un producto de valor fijo para una rentabilidad de ingresos limitados ha de ser una operación, al menos, relativamente sencilla. El inversor ha de asegurarse a través de tests cuantitativos que los ingresos han superado sobradamente los intereses, y que el valor actual del negocio supera en bastante sus deudas. Además, ha de quedar tranquilo, según su criterio, en cuanto a que el carácter de la empresa es capaz de prometer una prosperidad continuada en el futuro o, para ser más exactos, de que el fracaso es algo altamente improbable [capítulo 12].

Al final, sin embargo, discrepamos en gran medida de Graham y Dodd. A la hora de seleccionar bonos para su adquisición, juzgamos las perspectivas de los emisores, y esa es la razón: cuando, en 1978, comencé a analizar y gestionar bonos de alto rendimiento, el punto de vista que comúnmente se tenía era que invertir en bonos y valorar el futuro son fundamentalmente incompatibles, y que la inversión prudente en bonos debe estar basada en conclusiones sólidas de datos anteriores en contraposición a la especulación con respecto a los eventos futuros. Sin embargo, el riesgo crediticio es algo eventual y, por lo tanto, el riesgo crediticio importante puede soportarse con inteligencia solo si está asentado sobre la base de opiniones expertas acerca del futuro.

En gran medida, la antigua postura representaba un prejuicio: que comprar acciones —una propuesta intrínsecamente más arriesgada— puede hacerse con inteligencia sobre la base de emitir juicios acerca del futuro, pero no es aconsejable depender de esos mismos juicios en el ámbito más conservador de la inversión en bonos. Algunas de las mayores ineficiencias de los mercados —y las más rentables— con las que me he encontrado han sido el resultado de prejuicios que separaban ciertas oportunidades de ser una «inversión adecuada»... y por lo tanto las dejaban para que las aprovecharan los inversores flexibles muy por debajo de su valor justo. Este parece ser uno de esos prejuicios.

Una de las razones por las que, en 1978, comencé la cartera de bonos de alto rendimiento del banco First National City Bank fue mi experiencia inmediatamente anterior como director de búsqueda de valores del banco. Todo lo que tenía que hacer, entonces, era aplicar el proceso orientado al futuro para analizar las acciones ordinarias al ámbito de los bonos calificados por debajo del triple B.

Hoy en día hay muy pocos muros todavía en pie en el ámbito de las inversiones, y se suele entender que el análisis progresista puede aplicarse de manera rentable a instrumentos de cualquier tipo. Esa lección todavía tenía que aprenderse en 1940.

El sentido común

Gran parte del valor de *Security Analysis* no se encuentra en sus instrucciones determinadas sino en su sentido común. Varias de sus lecciones tienen una relevancia específica para el presente. Y lo que es aún más importante, el proceso de pensamiento y la percepción de Graham y Dodd muestran la manera en que los inversores deberían intentar buscar más allá de las respuestas superficiales y habituales a las preguntas sobre inversiones.

Los precios y los rendimientos de los productos financieros no están determinados por ningún cálculo matemático exacto del riesgo esperado, sino que más bien dependen de la popularidad de la emisión [capítulo 7]. [Los mercados no son clínicamente eficientes.] Se puede señalar también que la supuesta computación actuarial de los riesgos de la inversión está teóricamente fuera de cuestión, y también en la práctica. No existen tablas de experiencias disponibles por las cuales se pueda determinar la esperada «mortalidad» de varios tipos de emisiones. Y aunque las hubiera, basadas en estudios largos y exhaustivos de historiales pasados, es dudoso que tuvieran alguna utilidad real para el futuro. En los seguros de vida, la relación entre edad y tasa de mortalidad está bien definida y solo cambia gradualmente. Y eso es igualmente cierto, aunque en un grado mucho menor, en la relación entre los varios tipos de estructuras y el riesgo de incendio que llevan asociado. Sin embargo, la relación entre los distintos tipos de inversiones y el riesgo de pérdidas es demasiado indefinida y variable en condiciones cambiantes como para permitir una formulación matemática concluyente. Eso es especialmente cierto porque las pérdidas de las inversiones no se distribuyen equitativamente por el tiempo, sino que tienden a concentrarse en intervalos, es decir, durante períodos de crisis generales. De modo que, el riesgo en inversión es parecido a los riesgos de epidemia, que es el factor excepcional e incalculable en los seguros de vida y contra incendios [capítulo 7]. [¡Y después hablan de los modelos cuantitativos fiables!]

Entre (los aspectos del cuadro de ingresos al que el inversor haría bien en prestar atención] cabe destacar la tendencia, la cifra mínima y la cifra circulante. La importancia de cada una es indiscutible, pero no se prestan efectivamente a la aplicación de normas rígidas [capítulo 9],

El inversor [...] será atraído por: (a) una tendencia al alza de los beneficios; (b) un resultado especialmente bueno del circulante y (c) un margen satisfactorio sobre los intereses en cada año durante el período estudiado. Si un bono es deficiente en alguno de estos tres aspectos, el resultado no ha de ser necesariamente condenar el bono, sino más bien exigir una cobertura de los beneficios medios muy superior a la mínima y requerir una atención mayor a los elementos generales o cualitativos de la situación [capítulo 9).

Si se toma [un ratio de] 1 dólar de acción a 1 dólar de bonos como

requisito «normal» para una empresa de carácter industrial, ¿no sería lógico exigir, pongamos, un ratio de 2 dólares a 1 dólar cuando los precios de las acciones están hinchados y, por el contrario, conformarse con un ratio de 50 centavos a 1 dólar cuando las cotizaciones están muy por debajo de los valores intrínsecos? Sin embargo, esta sugerencia es impracticable por dos motivos: el primero porque implica que el comprador de bonos es capaz de reconocer un nivel indebidamente alto o bajo de los precios de las acciones, lo cual es una suposición demasiado osada. El segundo es porque haría falta que los inversores en bonos actuaran con una cautela especial en períodos de alegría y con mayor confianza en los malos tiempos. Se trata de un consejo que no está en la naturaleza humana seguir. Los compradores de bonos son personas, y no se puede esperar que escapen totalmente, ya sea al entusiasmo de los mercados al alza o a los temores de los períodos de crisis [capítulo 11].

«En el terreno puramente especulativo» la objeción a pagar a cambio de la asesoría es que si el asesor supiera de lo que habla no tendría que molestarse con hacer el trabajo de asesor» (capítulo 21). No muy diferente de la observación de Warren Buffett de que «Wall Street es el único lugar al que acude la gente en Rolls-Royce para pedir asesoramiento de aquellos que cogen el metro».⁷³

Hay muchos casos en los que Graham y Dodd ofrecen consejos de sentido común o, curiosamente, en los que rebaten reglas existentes sobre inversión, sustituyendo la «sabiduría reconocida», ese gran oxímoron, por el sentido común. En mi opinión, esto representa la mayor fortaleza de la sección sobre valores de renta fija. Al final, Graham y Dodd nos recuerdan que «La teoría de la inversión debe ser prudente con las generalizaciones» (capítulo 8).

Security Analysis a lo largo de los años

Muchas de las ideas específicas de Graham y Dodd han soportado el paso del tiempo y, de hecho, las han recogido y continuado otros.

- Su observación de que «un inversor puede rechazar cualquier cantidad de buenos bonos sin prácticamente ninguna penalización» (capítulo 6) puede haber inspirado a Warren Buffett, quien establece una comparación muy acertada con los bateadores en el béisbol. Buffett nos recuerda que un bateador de béisbol será eliminado si no le da a tres lanzamientos en la zona de strike, mientras que un inversor puede dejar pasar cualquier número de oportunidades de inversión sin ser penalizado.
- De la misma manera, Graham y Dodd sostienen que «el mejor criterio

⁷³ Revista *Los Angeles Times Magazine*, 7 de abril de 1991.

que somos capaces de ofrecer (a efectos de valorar el margen de los activos sobre el endeudamiento) es el ratio del valor de mercado del capital social con respecto a la deuda consolidada total» (capítulo 11). Esto era completamente análogo a los ratios del mercado con respecto a la deuda ajustada (MAD) divulgados por Michael Milken cuando promovió por primera vez la emisión de bonos de alto rendimiento en Drexel Burnham Lambert en las décadas de los años setenta y ochenta. Los valores de mercado están muy lejos de ser perfectos, pero los datos contables son puramente históricos y, por lo tanto, a menudo están desfasados en el mejor de los casos y son irrelevantes en el peor de ellos.

- Lo que es más importante, Graham y Dodd ponen de relieve la importancia de la estabilidad del flujo de caja en la capacidad de una empresa para servir sus deudas en un entorno adverso. «Una vez aceptado —como ha de ser siempre— que el sector es capaz de absorber cierta disminución de los beneficios, el inversor deberá evaluar el posible abasto de la disminución y compararlo con el superávit por encima de los requerimientos de intereses. De ese modo se hallará (...) preocupado vitalmente por la capacidad de la empresa de enfrentarse a las vicisitudes del futuro» (capítulo 7). Esta consideración contribuyó al hecho de que, en sus inicios a mediados de la década de los años setenta, la industria apalancada de la compra de empresas restringió sus adquisiciones a empresas no cíclicas. Por supuesto, como todos los principios de inversión importantes, este a menudo se ignora en períodos alcistas; el entusiasmo y optimismo dominan y la regla de flujo de caja estable puede olvidarse fácilmente.

Algunas reflexiones más

La importancia, sesenta y ocho años más tarde, de la edición de 1940 de *Security Analysis*, merece unas cuantas observaciones adicionales.

En primer lugar, la mayoría de los momentos de oportunidad inversora que les interesaban a Graham y Dodd estaban relacionados con las «depressiones» y su impacto en la solvencia. Ellos citan tres depresiones —de 1920 a 1922, de 1930 a 1933, y de 1937 a 1938— mientras que, hoy en día, decimos que solamente ha habido una en este siglo xx: la Gran Depresión. Evidentemente, Graham y Dodd están hablando de lo que nosotros llamamos «recesiones».

En segundo lugar, no estaban interesados en predecir las fluctuaciones de los tipos de interés. La razón principal puede ser debida a que los tipos de interés no fluctuaban mucho en aquellos días. La primera tabla del capítulo 7 muestra, por ejemplo, que en los trece años desde 1926 a 1938

—un período que incluía un famoso *boom* económico entre dos «depresiones»—, el rendimiento de 40 bonos de empresas de servicio público fluctuó solamente entre el 3,9% y el 6,3%. En la fecha en la que se publicó la edición de 1940, los tipos de interés eran bajos y bastante constantes.

En tercer lugar, es importante tener en cuenta que varias de las advertencias de Graham y Dodd contra la asunción de riesgos están dirigidas no a profesionales sino a los inversores individuales que parecen haber sido el público objetivo de los autores.

Desde el punto de vista práctico, no es tan fácil diferenciar de antemano los bonos subyacentes que salen indemnes de la reorganización de los que sufren un tratamiento drástico. Por ello el inversor ordinario hace bien en dejar estas emisiones fuera de sus cálculos y ceñirse a la norma que solo las empresas fuertes tienen bonos fuertes [capítulo 6].

El individuo no está cualificado para ser suscriptor de un seguro, no es su función recibir un pago a cambio de correr riesgos, al contrario, es de su interés pagar a otros por el seguro contra las pérdidas. (...) Aún suponiendo que cupones elevados [de los valores de mayor rendimiento], compensarán con creces los riesgos aceptados en una base actuarial, dichos bonos siguen siendo inversiones no deseables desde el punto de vista personal para el inversor medio [capítulo 7].

Por consiguiente, la preocupación por la seguridad de los inversores no profesionales parece ser el origen de muchas de las máximas más estrictas de *Security Analysis*. Yo no diferiría de la propuesta de que las inversiones directas en deudas con dificultades y bonos de alto rendimiento deberían dejarse en manos de los profesionales.

Hacia el futuro

Pocos libros pueden leerse casi setenta años después de su publicación previendo de forma razonable que todo lo que dicen —y la manera en cómo lo dicen— estará completamente al día. La sabiduría general y los atisbos ocasionales de percepción son normalmente lo único que se puede esperar. Cualquier persona que se pregunte acerca de la vigencia de la edición de 1940 de *Security Analysis* solo debe tener en cuenta el análisis de Graham y Dodd sobre la inversión hipotecaria a la luz de la experiencia en la obligación con la garantía de un fondo de deuda (CDO) de 2007.

Durante el gran y desastroso desarrollo del negocio de los bonos hipotecarios inmobiliarios entre 1923 y 1929, los únicos datos presentados de manera habitual para apoyar la frecuente oferta de bonos —además de un cálculo de los beneficios futuros— era un informe sobre el valor estimado de la propiedad, que prácticamente equivalía a un 662/3% por encima de la emisión hipotecaria. Si estos peritajes hubieran

correspondido a los valores de mercado que los compradores o arrendadores experimentados de fincas pondrían de sus propiedades, hubieran sido de utilidad real en la selección de bonos inmobiliarios sólidos. Pero, por desgracia, eran valoraciones puramente artificiales, a las cuales los peritos estaban dispuestos a poner sus nombres a cambio de unos honorarios, y cuya única finalidad era la de engañar al inversor con respecto a la protección que estaba recibiendo.

Todo este montaje de financiación inmobiliaria se caracterizaba por sus numerosas flaquezas, y es lamentable que con la falta de principios, de solidez y del sentido común más elemental por parte de todos los implicados, se permitiera que alcanzara unas dimensiones tan enormes antes de su inevitable hundimiento [capítulo 10].

Las estimaciones de valor de los inmuebles (y las calificaciones de valores) que se pagaron, generaron una confianza inmerecida —y por consiguiente la asunción de unos riesgos sin conocimiento— por parte de inversores que no lo sabían: ¿qué podría describir mejor los sucesos recientes? Y, ¿qué mejor evidencia podría haber de la importancia de la edición de 1940 de *Security Analysis* para las décadas que han pasado desde que se escribió .. .y para las décadas aún por venir?

Capítulo 6

Selección de inversiones de renta fija

Una vez propuesta la clasificación de productos financieros por su carácter, más que por su título, abarcamos ahora, por orden, los principios y métodos de selección aplicables a cada grupo. Ya hemos afirmado que el grupo de renta fija incluye:

1. Bonos directos y acciones preferentes con la máxima calificación.
2. Emisiones preferentes con la máxima calificación, en las que el valor del privilegio es demasiado remoto como para figurar como factor en la selección.
3. Acciones ordinarias que, a través de la garantía o de su estatus preferente, ocupan la posición de una emisión sénior con la máxima calificación.

Actitud básica hacia las acciones preferentes con la máxima calificación. Si colocamos las acciones preferentes de primera clase y los bonos con la máxima calificación en el mismo grupo indicamos que la misma actitud inversora y el mismo método de análisis general son aplicables a ambos tipos. La clarísima inferioridad del derecho legal de los titulares de acciones preferentes se deja aquí de lado puesto que la solidez de las mejores inversiones no debe basarse en los derechos o remedios legales sino en la amplia capacidad financiera de la empresa. La confirmación de este punto de vista se encuentra en la actitud del inversor hacia una emisión como la National Biscuit Company Preferred, ;que durante casi cuarenta años ha sido considerada como poseedora del mismo *carácter inversor esencial* que un buen bono!⁷⁴

Acciones preferentes, generalmente no equivalentes a los bonos en méritos inversores. Pero debe señalarse inmediatamente que las emisiones con la historia y la posición de National Biscuit Preferred constituyen un porcentaje muy pequeño de todas las acciones preferentes. Por ello no estamos afirmando en absoluto la equivalencia inversora de los bonos y las acciones preferentes «en general», al contrario, más adelante

⁷⁴ Véase nota 6 del Apéndice, datos de apoyo.

nos esforzaremos por demostrar que las emisiones preferentes medias merecen un rango inferior al del bono medio y que las acciones preferentes, además, han sido aceptadas con demasiada rapidez por el público inversor. La mayoría de estas emisiones no han estado lo bastante bien protegidas como para asegurar la continuidad de los dividendos *más allá de cualquier duda razonable*, sino que pertenecen a la categoría de emisiones sénior variables o especulativas (Grupo II) y, en este terreno, las diferencias contractuales entre bonos y acciones preferentes es probable que adquieran una gran importancia. Por lo tanto, hay que hacer una fuerte distinción entre las acciones preferentes típicas y las excepcionales. Son solo las últimas las que merecen ser clasificadas como inversión de valor fijo y ser consideradas a la misma altura que un buen bono. Para evitar emplear expresiones raras en esta exposición, utilizaremos con frecuencia los términos «bonos de inversión», o simplemente «bonos», para representar todos los productos financieros que pertenecen a la categoría de valor fijo.

¿Es lógico invertir en bonos? En la edición de 1934 de este libro consideramos con cierta gravedad la cuestión de si las extremas fluctuaciones financieras e industriales de los años anteriores habían pejudicado o no la lógica fundamental de la inversión en bonos. ¿Valía la pena para el inversor limitar sus ingresos por rendimientos y preceder toda perspectiva de ganancia especulativa, si a pesar de estos sacrificios tiene que estar todavía sujeto a un grave riesgo de experimentar pérdidas? Como respuesta, diremos que los fenómenos de 1927-1933 habían sido tan absolutamente insólitos como para no constituir una base sólida para una teoría y práctica de la inversión. La experiencia posterior parece habernos dado la razón, pero sigue habiendo bastante incertidumbre con respecto al comprador de bonos como para haber eliminado, tal vez durante mucho tiempo, su antigua sensación de seguridad. La combinación de un récord histórico para los bonos (en 1940) con un historial de dos caídas catastróficas de precio en los anteriores veinte años y una gran guerra en ciernes no era algo que garantizara la seguridad en el futuro.

Forma de bono inherentemente poco atractiva: seguridad cuantitativa de fundamentos de seguridad. Esta situación exige claramente una actitud más crítica y precisa en la selección de bonos de lo que antes consideraban necesario los inversores, las agencias emisoras o los autores de los libros de textos sobre inversión. Ya se ha hecho referencia a los peligros inherentes en la aceptación del formato bono como garantía de seguridad o incluso de riesgo menor del que tienen las acciones. En lugar de asociar los bonos básicamente con la presunción de seguridad como ha sido habitual durante mucho tiempo, sería más seguro empezar con lo que no son presunciones sino hechos, es decir, que un

bono (directo) es una inversión con un rendimiento limitado. A cambio de limitar su participación en beneficios futuros, el titular de bonos obtiene un derecho prioritario y una promesa clara de pago, mientras que el accionista preferente obtiene solo la prioridad, no la promesa. Esta tranquilidad reside en la capacidad de la empresa de cumplir su promesa y debe buscarse en su posición, historial y perspectivas financieras. La esencia de la buena selección de bonos consiste, por lo tanto, en obtener factores de seguridad específicos y convincentes en compensación por la redención de la participación en los beneficios.

Enfasis principal en evitar pérdidas. Nuestra concepción primordial del bono como compromiso con un rendimiento limitado nos lleva a otro importante punto de vista con respecto a la inversión en bonos. Puesto que la prioridad debe ser evitar las pérdidas, la selección de bonos es principalmente un arte negativo. Se trata de un proceso de exclusión y rechazo, más que de búsqueda y aceptación. A este respecto, el contraste con la selección de acciones ordinarias es de tipo fundamental. El posible comprador de unas acciones ordinarias concretas está influenciado, en la misma medida, por el deseo de evitar pérdidas y el de obtener beneficios. La penalización por rechazar equivocadamente una emisión puede ser tan grande como por aceptarla equivocadamente. Sin embargo, un inversor puede rechazar cualquier cantidad de buenos bonos sin prácticamente ninguna penalización, siempre y cuando no acepte finalmente una emisión poco sólida. De modo que, en términos generales, no existe tal cosa como ser indebidamente cauteloso o preciso en la compra de inversiones de valor fijo. La observación que dirigió Walter Bagehot a los banqueros comerciales es igualmente aplicable a la selección de bonos de inversión: «Si existe alguna dificultad o duda, el producto financiero debe ser rechazado.»⁷⁵

Cuatro principios para la selección de emisiones del tipo de renta fija. Una vez establecido el enfoque general a nuestro problema, podemos fijar ahora cuatro principios adicionales de tipo más específico que son aplicables a la selección de emisiones individuales:

- I. La seguridad no se mide por el derecho específico u otros derechos contractuales, sino por la capacidad del emisor de cumplir con todas sus obligaciones.⁷⁶
- II. Esta capacidad debe medirse bajo condiciones de crisis, más que de prosperidad.

⁷⁵ *Lombard Street*, p. 245, Nueva York, 1892.

⁷⁶ Esta es una regla general aplicable a la mayoría de bonos del tipo de renta fija, pero está sujeta a una serie de excepciones que se expondrán más adelante.

- III. La seguridad deficiente no se puede compensar por una rentabilidad por cupones anormalmente alta.
- IV. La selección de todos los bonos de inversión ha de estar sujeta a normas de exclusión y a unos tests cuantitativos específicos correspondientes a los aconsejados por los estatutos para gobernar las inversiones de los bancos de inversión.

Una técnica de selección de bonos basada en estos principios diferirá significativamente de la actitud y los métodos tradicionales. Sin embargo, al alejamos de los viejos conceptos, este tratamiento no representa una innovación, sino el reconocimiento y la defensa de puntos de vista que han estado ganando terreno discretamente entre los inversores inteligentes y experimentados. La discusión siguiente está pensada para aclarar tanto la naturaleza como la justificación de las ideas más nuevas.⁷⁷

I. La seguridad no medida por el derecho sino por la capacidad de pagar

La diferencia básica nos enfrenta ya desde un principio. En el pasado, la mayor importancia radicaba en la seguridad específica, es decir, en el carácter y supuesto valor de la propiedad a la cual los bonos representan. Desde nuestro punto de vista, esta consideración es bastante secundaria, pues el elemento dominante ha de ser la fuerza y la solidez de la empresa obligada. Debemos aquí hacer una distinción precisa entre dos puntos de vista: por un lado, el bono se considera como un derecho sobre la propiedad y, por otro, como un derecho sobre un negocio.

El antiguo punto de vista era lo bastante lógico en su origen y función, pues deseaba separar al titular del bono de los riesgos del negocio otorgándole una amplia seguridad en la que recaudar en caso de que la empresa fuera un fracaso. Si el negocio se volvía incapaz de cumplir con su obligación, podía apropiarse de la propiedad hipotecada y quedar compensado con ello. Esta solución sería excelente si funcionara, pero en la práctica pocas veces resulta factible. Para ello hay tres motivos:

1. La disminución de los valores de la propiedad cuando el negocio fracasa,
2. La dificultad de asegurar los supuestos derechos legales del titular de bonos, y
3. Los plazos y otras desventajas que inciden en la suspensión de pagos.

El derecho no es ninguna garantía contra la disminución de valores. La idea de un derecho de hipoteca como garantía de protección independiente del éxito del propio negocio es en la mayoría de los casos una falacia. En la situación típica, el valor de la propiedad en aval depende

⁷⁷ Estas ideas no son ni tan nuevas ni tan raras en 1940 como lo eran en 1934, pero dudamos que ya puedan considerarse como normales.

del poder de generar beneficios de la empresa. El titular de bonos suele tener un derecho sobre una línea de ferrocarril, o sobre los edificios y la maquinaria de una fábrica, o sobre plantas productoras y otras instalaciones, o tal vez sobre un puente o sobre una estructura hotelera. Estas propiedades raramente son adaptables a usos distintos para los que fueron concebidos. De modo que, si la empresa acaba en fracaso, sus activos fijos suelen experimentar una espectacular disminución en valor real. Por este motivo, la práctica establecida de declarar el valor original o el valor estimado de la propiedad comprometida como incentivo de compra es totalmente engañosa. El valor de los bienes comprometidos asume una importancia práctica solamente en caso de mora y, en tal caso, las cifras contables resultan casi siempre irrelevantes y poco fidedignas. Eso puede mostrarse con las Seaboard-All Florida Railway First Mortgage 6s, que se vendían en 1961 a 1 céntimo de dólar poco después de completarse las obras de la carretera.⁷⁸

Imposibilidad de hacer cumplir los derechos básicos de embargo. En los casos en los que la propiedad hipotecada valga realmente tanto como la deuda, el titular del bono raramente puede tomar posesión y hacerla real. Ha de reconocerse que el procedimiento que sigue a la mora de un bono corporativo ha acabado difiriendo materialmente del habitual en caso de una hipoteca o embargo sobre una propiedad privada. Los derechos legales básicos del titular del derecho de embargo son supuestamente los mismos en ambas situaciones, pero, en la práctica, encontramos una falta de disposición por parte de los tribunales a permitir que los titulares de bonos corporativos tomen posesión de las propiedades, ejecutando sus derechos, si hay alguna posibilidad de que estos bienes puedan tener un valor superior a su derecho.⁷⁹ Aparentemente, se considera injusto eliminar a los accionistas o titulares de bonos júnior que tienen un interés potencial en la propiedad pero no están en posición de protegerla. Como resultado de esta práctica, los titulares de bonos raramente, si es que lo hacen, toman posesión real de la propiedad comprometida a menos que su valor del momento sea sustancialmente menor que su derecho. En la mayoría de casos se les requiere que tomen nuevos productos en una empresa reorganizada. A veces, la ausencia de intereses se cubre y la emisión se restituye.⁸⁰ En ocasiones extremadamente inusuales una emisión morosa puede pagarse en su totalidad, pero solo después de un plazo largo y desconcertante.⁸¹

⁷⁸ Véase nota 7 del Apéndice, datos de apoyo.

⁷⁹ El incumplimiento de la toma de posesión sobre la Interborough Rapid Transit Secured 7s durante siete años después de la mora de capital (expuesto en la nota 2 del Apéndice) ilustra bien este punto.

⁸⁰ Datos adicionales en nota 8 del Apéndice.

⁸¹ Datos adicionales en nota 9 del Apéndice.

Los plazos son tediosos. El tema de los plazos constituye la tercera objeción a confiar en la propiedad hipotecada como protección de la inversión en forma de bonos. Cuanto más valor tengan los activos comprometidos en relación con la cantidad del derecho, más difícil será adquirirlos por ejecución y más se tardará en obtener una división equitativa de los intereses entre los varios titulares de bonos y acciones. Imaginemos la situación más favorable para un titular de bonos en caso de suspensión de pagos: él sería titular de una primera hipoteca comparativamente pequeña seguida de un sustancioso derecho júnior, cuyos requerimientos han provocado la insolvencia de la empresa. Podría ocurrir que la fuerza de la posición del titular de bonos de la primera hipoteca fuera tal que en ningún momento tuviera posibilidades reales de pérdidas. Sin embargo, las dificultades financieras de la empresa suelen tener un efecto depresor del precio de mercado de todos sus productos financieros, incluso de los que presumiblemente están inalterados en su valor real.

A medida que la suspensión de pagos se alarga, el declive en el mercado se va acentuando, puesto que los inversores son por definición reticentes a comprar en una situación problemática. Finalmente, los bonos de primera hipoteca pueden salir de la reorganización inalterados, pero durante un período preocupante y prolongado los propietarios se han enfrentado a un grave perjuicio de la cotización de sus participaciones y al menos a cierto grado de duda y de preocupación en cuanto al resultado. Ejemplos típicos de tales experiencias se encuentran en el caso de Missouri, Kansas and Texas Railway Company First 4s y Brooklyn Union Elevated Railroad First 5s.⁸² El tema de las suspensiones de pagos y de las prácticas de reorganización, en especial en lo que afectan al titular de bonos, recibirá un tratamiento más detallado en un capítulo posterior.

El principio básico es evitar los problemas. La discusión anterior ha de apoyar nuestra enfática postura de que el principal objetivo del comprador de bonos es evitar los problemas, no protegerse a sí mismo en caso de problemas. Hasta en casos en los que un derecho específico demuestra ser una ventaja real, este beneficio se materializa en condiciones que infringen el propio significado de inversión de valor fijo. A la vista de la fuerte caída en precio de mercado casi invariablemente asociada con la suspensión de pagos, el mero hecho de que el inversor tenga recurso a su contrato ya indica que su inversión ha sido poco

⁸² Datos adicionales en nota 10 del Apéndice. Sobre el tema de los plazos para hacer cumplir los derechos de los titulares de bonos, hay que señalar que, con hasta un tercio del kilometraje de los ferrocarriles del país en bancarrota, en los seis años posteriores a la aprobación de la enmienda de la secc. 77 de la Ley de Bancarrotas de 1933 —un paso diseñado para acelerar la reorganización—, ni una sola vía ha surgido del fideicomiso.

inteligente o afortunada. La protección que le ofrece la propiedad embargada puede constituir, como mucho, una mitigación de su error.

Conclusiones a este Primer Principio. 1. *Ausencia de derecho de consecuencia menor.* Del principio 1 se deduce una serie de conclusiones con importantes aplicaciones prácticas. Puesto que el derecho específico tiene una importancia subordinada en la elección de bonos de la máxima calificación, la ausencia de derecho tiene también una consecuencia menor. La obligación,⁸³ es decir, los bonos no asegurados de una empresa fuerte, muy capaz de cumplir con sus pagos por intereses, podría cualificarse como aceptable casi tan rápido como un bono garantizado por una hipoteca. Además, los certificados de deuda de una empresa fuerte son sin duda inversiones más sólidas que las emisiones hipotecarias de una empresa débil. No hay ningún bono *first lien*, por ejemplo, que goce de mejor calificación inversora que los Standard Oil of New Jersey Debenture 3s, con conocimiento en 1961. Un examen de la lista de bonos mostrará que las emisiones de certificados de deuda de empresas que no tienen deuda asegurada por delante se clasificarán como de inversor al menos a la par con el bono hipotecario medio, porque una empresa ha de disfrutar de una alta clasificación crediticia para obtener fondos sobre sus bonos a largo plazo no asegurados.^{84 85}

2. *La teoría de comprar las obligaciones de mayor rendimiento de una empresa sólida.* Se deduce también que si cualquier obligación de una empresa merece calificarse de inversión de renta fija, entonces todas las obligaciones lo merecen. Dicho de otra manera, si los bonos júnior de una

⁰El término *debenture* («obligación», «certificado de deuda») en la práctica financiera americana tiene la acepción aceptada de «bono o nota (*note*)». Sin un buen motivo, este nombre se da a veces a otros tipos de productos financieros sin un significado aparentemente concreto. Ha habido una serie de «certificados de deuda» asegurada, como las Chicago Herald and Examiner Secured Debenture 672\$, con vencimiento en 1950, y Lone Star Gas Debenture 3¹/₂S, con vencimiento en 1953. Hay también una serie de emisiones preferentes llamadas acciones preferentes de rendimiento fijo o, simplemente, acciones de rendimiento fijo, como Du Pont Debenture Stock (convocadas en 1939) y General Cigar Company Debenture Preferred (convocadas en 1927).

A veces, las emisiones certificado de deuda, así llamadas propiamente porque originariamente no estaban aseguradas, posteriormente adquirirían una seguridad específica a través de la aplicación de un contrato protector, por ejemplo, New York, New Haven and Hartford Railroad Company Debenture, comentadas en el capítulo 19. Otro ejemplo era el certificado de deuda *6¹/₂s* de Fox New England Theaters, Inc., reorganizada en 1933. Estos certificados de deuda adquirieron como garantía un bloque de bonos de primer embargo de la misma empresa, que fueron rendidos por el operador de los teatros porque no lograron garantizar los beneficios futuros.

Obsérvese que no hay una distinción precisa entre un bono y una nota aparte del hecho que esta última significa en realidad una obligación a un plazo relativamente corto, con expiración de, pongamos, no más de diez años después de su emisión.

⁸⁵ Este punto está llamativamente corroborado por la financiación de bonos industriales entre 1935 y 1939. Durante esos años, cuando sólo podían venderse emisiones de la máxima calificación, la mayor parte del total estaba representada de lejos por *certificados de deuda*.

empresa no están garantizados, sus bonos hipotecarios de primera no son una inversión de valor fijo deseable, porque, si la segunda hipoteca es poco segura, la propia empresa es débil y, en general, una empresa débil no puede tener obligaciones de la máxima calificación. De modo que el procedimiento teóricamente correcto para la inversión en bonos es seleccionar primero una empresa que supere todas las pruebas de fuerza y solidez, y luego adquirir sus obligaciones de mayor rendimiento, que normalmente serían sus bonos júnior, y no los *de first lien*. Suponiendo que no hayamos cometido ningún error en nuestra selección de empresas, en la práctica este procedimiento funcionaría perfectamente. Sin embargo, cuanto mayor sea la posibilidad de errar, más motivos habrá para sacrificar el rendimiento con el fin de reducir la pérdida potencial en valor del capital. Pero debemos reconocer que al favorecer la emisión menos rentable de primera hipoteca, el comprador está, de hecho, expresando una falta de confianza en su propio criterio con respecto a la solidez del negocio, lo que, llevado lo bastante lejos, pondría en duda lo aconsejable de su inversión en cualquiera de los bonos de la empresa en concreto.

Ejemplo: Como ejemplo de este punto, analicemos los Cudahy Parking Company First Mortgage 5s, con vencimiento en 1946, y los certificados de deuda (*debentures*) 5¹/₂s de la misma empresa, con vencimiento en 1937. En junio de 1932 las First 5s se vendieron a 95 para un rendimiento de aproximadamente un 5 ½ %, mientras que las júnior 5 1/2s se vendieron a 59 para dar un rendimiento de más del 20% al vencimiento (*maturity*). La compra de los bonos del 5% cerca de su valor nominal solo podría justificarse por una seguridad de que la empresa seguiría siendo solvente y razonablemente próspera, puesto que, de lo contrario, los bonos sufrirían sin duda una grave caída en precio de mercado. Pero si el inversor tiene confianza en el futuro de Cudahy, ¿por qué no debería comprar más emisiones de certificados de deuda y obtener un rendimiento enormemente mayor de su dinero? La única respuesta podría ser que el inversor desea la protección mayor de las *first mortgage* en caso de que su juicio se demuestre incorrecto y la empresa pase por dificultades. En ese caso probablemente perdería menos como propietario de bonos *first mortgage* que con la emisión júnior. No obstante, incluso así, debe decirse que, si por casualidad, la Cudahy Parking Company sufriera el revés que afectó a la Fisk Rubber Company, la pérdida en valor de mercado de los bonos *first mortgage* sería tan grande como la sufrida por los certificados de deuda, puesto que en abril de 1932 las Fisk Rubber Company First 8s estaban vendiéndose a 17 en comparación con un precio de 12 por las Notas al 5 1/2% no aseguradas. Está claro, pues, que en cualquier caso el inversor que favorece los Cudahy First-lien 5s está pagando una prima de aproximadamente un 15% anual (la diferencia en rendimiento) por un

seguro tan sólo parcial contra las pérdidas. Teniendo eso en cuenta, está sin duda renunciando a demasiado por lo que obtiene a cambio. La conclusión parece inevitablemente que no debe invertir en bonos Cudahy o que debe comprar las emisiones júnior con su rentabilidad infinitamente mayor⁵². Esta norma puede aplicarse al caso general en el que un bono *first mortgage* se venda a un precio de valor fijo (por ejemplo, cerca de la par) y las emisiones júnior de la misma empresa se puedan adquirir con un rendimiento muy superior.⁵³

3. Hay que favorecer los derechos (*liens*) sénior a menos que las emisiones júnior ofrezcan una ventaja sustancial. Obviamente, un júnior lien solo debe preferirse si las ventajas en rendimiento son sustanciosas. Cuando los bonos *first mortgage* rinden solo un poco menos, es sin duda mejor pagar la pequeña prima de seguro para protegerse contra los problemas inesperados.^{86 87}

Ejemplo: Este se ilustra con los precios de mercado relativos de Atchison Topeka y Santa Fe Railway Company Feneral (first) 4s y Adjustment (*second mortgage*) 4s, todos ellos con vencimiento en 1995.

TABLA 6.1
Precio de Atchinson general 4s y Adjustment 4s en varias fechas

Fecha	Precio de General 4s	Precio de Adjustment 4s	Margen
2 ene 1913	97 ¹ / ₂	88	99 ¹ / ₂
5 ene 1917	95 ¹ / ₂	86 ³ / ₄	8 ³ / ₄
21 may 1920	70 ¹ / ₄	62	8 ¹ / ₄
4 ago 1922	93 ¹ / ₂	84 ¹ / ₂	9
4 dic 1925	89 ¹ / ₄	85 ¹ / ₄	4
3 ene 1930	93 ¹ / ₄	93	¹ / ₄
7 ene 1931	98 ¹ / ₂	97	1 ¹ / ₂
2 jun 1932	81	66 ¹ / ₂	14 ¹ / ₂
19 jun 1932	93	88	5
9 ene 1934	94 ¹ / ₄	83	11 ¹ / ₄
6 mar 1936	114 ⁵ / ₈	113 ¹ / ₂	1 ¹ / ₈
26 abr 1937	103 ¹ / ₂	106 ³ / ₄	3 ¹ / ₄
14 abr 1938	99 ¹ / ₄	75 ¹ / ₄	24
29 dic 1939	105 ³ / ₄	85 ¹ / ₄	20 ¹ / ₂

⁵² Las dos emisiones Cudahy fueron retiradas a 102³/₂ en 1935.

⁸⁷ Las excepciones a esta norma se pueden justificar en los raros casos en que las emisiones sénior tengan un estatus inusualmente preferente —por ejemplo, con un bono de ferrocarril muy bien apalancado. Pero véase el apartado «El estatus especial de los bonos subyacentes», más adelante en este capítulo.

Antes de 1924, las Atchinson General 4s se vendían normalmente entre 7 y 10 puntos por encima de las Adjustment 4s y daban un rendimiento de medio punto porcentual menos. Puesto que ambas emisiones se consideraban igualmente seguras, habría sido más lógico adquirir la emisión júnior a su coste un 10% inferior. Después de 1923 este punto de vista se hizo más patente y la diferencia de precio se fue estrechando. Durante 1930 y partir de 1931, la emisión júnior se vendió en numerosas ocasiones a prácticamente el mismo precio que las General 4s. Esta relación resultaba todavía menos lógica que el margen indebidamente amplio en 1922-1923, puesto que la ventaja de las Adjustable 4s en precio y rendimiento era demasiado desdeñable como para garantizar la aceptación de una posición júnior, aún asumiendo la seguridad incuestionable de ambas obligaciones.

En un período muy breve, esta razón tan evidente se hizo patente por el ensanchamiento del margen a más de 14 puntos durante el desmoralizado mercado de bonos de junio de 1932. Cuando apareció el historial en 1934, se pudo deducir que un diferencial razonable entre las dos emisiones sería de unos 5 puntos, y que tanto un ensanchamiento considerable como la virtual desaparición del margen presentarían una oportunidad de cambio deseable de una emisión por la otra. Dos oportunidades como estas se presentaron, de hecho, en 1934 y 1936, tal como se indica en la tabla.

No obstante este ejemplo es todavía más útil al ilustrar el factor permanente de cambio y la necesidad de tomarlo en cuenta al hacer un análisis de bonos. En 1937, la caída de los beneficios de Atchison para recuperarse a una distancia considerable de su anterior normalidad, y la deficiencia real del margen por encima de los requerimientos de interés, considerado según un criterio conservador, deberían haber advertido al inversor de que el elemento «ajuste» (es decir, el contingente) en la emisión júnior no podía ser ignorado. De modo que una relación de precios que resultaba lógica en el momento en que la seguridad de los intereses no se cuestionaba, bajo las nuevas condiciones ya no ofrecía ninguna confianza. En 1938, los escasos beneficios obligaron a aplazar el pago de intereses del 1 de mayo en los bonos ajustados, y el resultado fue que sus precios cayeron a 7578 y el margen se amplió a 24 puntos. Aunque los intereses se pagaron más tarde en su totalidad y el precio se recuperó a 96 en 1939, parecería poco inteligente por parte del inversor aplicar estos criterios anteriores a 1932 a esta emisión de bonos.

Un júnior lien de una Empresa X se puede seleccionar de preferencia ante un bono *first mortgage* de la Empresa Y, sobre una de estas dos bases:

1. La protección de la deuda total de la Empresa X es adecuada y el rendimiento del júnior lien es considerablemente mayor que el de la

emisión de la Empresa Y; o

2. Si no hay una ventaja considerable en rendimiento, entonces la mencionada protección por la deuda total de la Empresa X debe ser considerablemente mejor que la de la Empresa Y.

Ejemplo de 2:

Emisión	Precio 1930	Cargos fijos ganados 1929*
Pacific Power and Light Co. First 5s, con vto. 1955	101	1,53 veces
American Gas and Electric Co. Debenture 5s, con vto. 2028	101	2,52 veces

*Resultados medios aproximadamente los mismos.

La cobertura apreciablemente mayor de los cargos totales por parte de la American Gas and Electric habría justificado la elección de sus bonos júnior por delante de las emisiones *first mortgage* de la Pacific Power and Light, cuando ambas se vendían casi al mismo precio.⁸⁸

El estatus especial de los bonos subyacentes. En el campo de los ferrocarriles, un tipo especial de inversión se supone en general que va adjunto a lo que se conoce como «bonos subyacentes». Estos representan emisiones de tamaño relativamente pequeño, aseguradas por un derecho en partes especialmente importantes del sistema de obligaciones, y seguidas a menudo por una serie de hipotecas sobre varias propiedades. El bono subyacente goza normalmente de un derecho prioritario, pero puede tratarse de una emisión de segunda o tercera hipoteca, siempre y cuando las emisiones preferentes sean también de una magnitud comparativamente pequeña.

Ejemplo: New York and Erie Railroad Third Mortgage Extended 4 1/2s, con vencimiento en 1938, son júnior frente a dos derechos prioritarios que cubren una parte importante de la línea principal de Erie Railroad. Van seguidos de cuatro hipotecas globales sobre el sistema, y han gozado con regularidad de un estatus favorable, de un bono subyacente.

Los bonos que responden a esta definición se consideraban totalmente seguros, sin tener en cuenta lo que le ocurriera al conjunto del sistema. Casi siempre han salido indemnes de las reorganizaciones, e, incluso durante una suspensión de pagos, los pagos de intereses se siguieron

⁸⁸ En 1937 el bajo precio de Pacific Power and Light 5s era de 51, comparado con el mínimo de 104 de los bonos de American Gas and Electric.

cumpliendo como algo normal, en buena parte porque las sumas que implicaban eran muy pequeñas. Sin embargo, no están exentos de las caídas ligeramente abruptas en valor de mercado si la insolvencia se apodera del sistema.

Ejemplos: En el caso del New York and Erie Third 4¹/₂S (que se extendieron voluntariamente a su vencimiento en 1923 y de nuevo en 1933), el capital y los intereses quedaron en mora en marzo de 1938, siguiendo a la bancarrota de Erie dos meses antes. El precio de oferta cayó hasta 61. Sin embargo, los distintos planes de reorganización previstos hasta finales de 1939 se preocuparon de cumplir los pagos de capital e intereses en su totalidad de esta emisión.

Chicago and Illinois Consolidated 6s, con vencimiento en 1934, fueron finalmente pagados en su totalidad en 1940, con un interés incrementado del 4%, pero no hasta que su precio hubiera caído hasta 32 en 1933.

Pacific Railway of Missouri First 4s and Secod 5s y Missouri Pacific Railway Third 4s, todos extendidos de sus expiraciones originales hasta 1938, son bonos subyacentes del sistema Missouri Pacific. Siguen recibiendo intereses y salieron indemnes de la suspensión de pagos de 1915. Después de la segunda bancarrota de 1933, siguieron recibiendo intereses hasta su fecha de vencimiento. En aquel momento, el pago de capital estaba en mora, pero los intereses se siguieron pagando hasta 1939. Los distintos planes de reorganización acabaron satisfaciendo totalmente estos bonos, ofreciéndoles unas obligaciones a interés fijo con derecho de embargo prioritario de la nueva empresa. Pero, desde 1931, el precio de estas tres emisiones ha sido solo de 65,60 y 53, respectivamente.

Sin embargo, otros bonos, antes considerados bonos subyacentes, no han tenido tanta suerte después de la insolvencia.

Ejemplo: Milwaukee, Sparta and Northwestern First 4s, con vencimiento en 1947, se clasificaron como bonos subyacentes del Chicago and North Western Railway, y durante muchos años su precio no estuvo muy por debajo del de la Premier Union Pacific First 4s, que vencía el mismo año. Sin embargo, la suspensión de pagos de la Chicago and North Western fue seguida por la mora de intereses de esta emisión en 1935 y la caída de su precio hasta el mínimo abismal de 8 1/2 tan posteriormente como en 1939.

De lo anterior parecería que, en algunos casos, los bonos subyacentes se pueden considerar como excepciones a nuestra regla de que un bono no es sólido a menos que la empresa lo sea. En su mayoría, estos bonos pertenecen a instituciones o grandes inversores. (Lo mismo puede aplicarse a ciertos bonos *first mortgage* de filiales de explotación de sistemas de *holdings* públicos.)

En bonos de ferrocarril de este tipo, la ubicación y valor estratégico del kilometraje cubierto tienen un valor fundamental. Los bonos *first mortgage* sobre partes no esenciales y poco rentables del sistema, a las que a veces se llaman «derechos divisionales», no son auténticos bonos subyacentes en el sentido que acabamos de dar al término. Los derechos divisionales prioritarios sobre kilometraje de escaso valor pueden recibir un tratamiento menos favorable en una reorganización que los bonos hipotecarios sobre varias propiedades mucho más júnior.

Ejemplo: Central Branch Union Pacific Railway First 4s, que vencían en 1938, se consideraban «subyacentes» con respecto a la hipoteca Missouri Pacific First and Refunding, que abastecía su jubilación. Sin embargo, los planes de reorganización presentados a finales de 1939 ofrecieron un tratamiento mejor del Missouri Pacific First and Refunding 5s que de los bonos ostensiblemente más sénior de Central Branco.

Desde el punto de vista práctico, no es tan fácil diferenciar de antemano los bonos subyacentes que salen indemnes de la reorganización de los que sufren un tratamiento drástico. Por ello el inversor ordinario hace bien en dejar estas emisiones fuera de sus cálculos y ceñirse a la norma de que solo las empresas fuertes tienen bonos fuertes.

Capítulo 7

Selección de inversiones de renta fija: principios segundo y tercero

ii. Los bonos se han de adquirir sobre una base de crisis

La regla que dice que una inversión sólida ha de ser capaz de soportar las adversidades parece lo bastante obvia como para que sea una perogrullada. Cualquier bono puede dar buen resultado cuando las condiciones son favorables; solo bajo la prueba desalentadora de la crisis las ventajas de las emisiones fuertes sobre las débiles se ponen de manifiesto y resultan de vital importancia. Por este motivo, el inversor prudente ha favorecido siempre las obligaciones de empresas bien establecidas que ya han demostrado su capacidad de salir adelante en los malos y en los buenos tiempos.

Presunción de seguridad basada en el tipo de sector o en el tamaño del margen de seguridad. La confianza en la capacidad de un bono para sortear las crisis se puede basar en una de estas dos razones: el inversor puede creer que el negocio en concreto será inmune a la drástica disminución de capacidad de ganancia o que el margen de seguridad es tan amplio que puede someterse a tal disminución sin correr riesgos. Los bonos de compañías de luz y electricidad han sido favorecidos principalmente por el primer motivo, los bonos de las subsidiarias de la United States Steel Corporation, por el segundo. En el primer caso, es el carácter industrial de sector; en el segundo, el alcance de la protección lo que justifica la compra. De los dos puntos de vista, el que trata de evitar los peligros de la crisis es el más atractivo para el comprador de bonos medio. Parece mucho más fácil invertir en una empresa a prueba de crisis que tener que apoyarse en la fortaleza financiera de la empresa para sacar los bonos adelante durante un período de resultados mediocres.

No hay sector totalmente a salvo de las crisis. La objeción a esta teoría de la inversión es, por supuesto, que no existe sector que esté a salvo de las crisis, en el sentido de ser inmune a los peligros de cualquier caída de capacidad de ganancia. Es cierto que las empresas de Edison han

demostrado estar sujetas a una disminución solamente leve de beneficios, en comparación, por ejemplo, con los productores de acero. Sin embargo incluso una pequeña disminución puede resultar fatal si el negocio está vinculado al límite de ganancias marcado por la prosperidad. Una vez aceptado —como ha de ser siempre— que el sector es capaz de absorber cierta disminución de los beneficios, el inversor deberá evaluar el posible abasto de la disminución y compararlo con el superávit por encima de los requerimientos de intereses. De ese modo se hallará en la misma posición que el titular de cualquier tipo de bonos, preocupado vitalmente por la capacidad de la empresa de enfrentarse a las vicisitudes del futuro.¹

Por ese motivo, la distinción que debe hacerse no es entre sectores exentos y sectores afectados por la crisis sino más bien entre los que están más y los que están menos sujetos a las fluctuaciones. Cuanto más estable sea el tipo de empresa, mejor se adaptará a la financiación a través de bonos y mayor será la proporción de su capacidad normal de ganancia que puede ser consumida por los cargos de interés. A medida que va creciendo el grado de inestabilidad, deberá compensarse por un mayor margen de seguridad para asegurar que se puedan cumplir los intereses: en otras palabras, una proporción menor del capital total puede ser representada por los bonos. Si existe tal falta de inestabilidad intrínseca como para poner en duda la supervivencia de la empresa bajo condiciones desfavorables continuas (un tema que surge a menudo en el caso de empresas industriales de tamaño secundario), entonces la emisión de bonos no puede satisfacer los requisitos de la inversión de valor fijo, aunque el margen de seguridad —medido por el rendimiento pasado— fuera realmente amplio. Un bono así pasaría la prueba cuantitativa pero no la cualitativa, y ambas son esenciales para nuestro concepto de inversión.⁸⁹

⁹⁰

La práctica de la inversión reconoce la importancia del carácter del sector.

Durante muchos años, esta concepción de los diversos márgenes de seguridad se ha basado en la práctica de la inversión. La triple clasificación de empresas —como ferrocarriles, suministros públicos e industriales— quería reflejar las diferencias inherentes en estabilidad relativa y, en consecuencia, en la cobertura exigida por encima de los

⁸⁹ Adviértase que el mayor número de emisiones de compañías de suministros (e incluso unas cuantas empresas explotadoras con exceso de bonos) causaron mora en 1931-1932, mientras que los bonos subsidiarios de la United States Steel Corporation mantuvieron una alta cotización a pesar de sus pésimos resultados de explotación.

⁹⁰ Para ejemplos de este aspecto tan importante, véase nuestra discusión sobre las acciones preferentes de Studebaker en el capítulo 2 y sobre las Willys-Overland Company First 6¹/₂S en la nota 34 del Apéndice.

requerimientos de los intereses de los bonos. Los inversores, por ejemplo, consideraban bueno cualquier ferrocarril que ganara en intereses de sus bonos el doble, pero el mismo margen en el caso de un bono industrial se consideraba normalmente inadecuado. En la década entre 1920 y 1930, el estatus de la división de suministros públicos sufrió algunos cambios radicales. Se produjo una fuerte separación entre los servicios de luz, calefacción y electricidad por un lado, y líneas de tranvía por el otro, pese a que, anteriormente, ambos habían sido estrechos aliados. Las compañías de tranvías, debido a sus pobres resultados, fueron excluidas tácticamente del ámbito del término «servicio público», tal y como se entiende en los círculos financieros, y en la mente popular la etiqueta se limitó a las compañías de gas, electricidad, agua y teléfono. (Más adelante, los promotores se propusieron explotar la popularidad de los suministros públicos aplicando este título a empresas comprometidas con todo tipo de negocios, incluyendo el gas natural, el hielo, el carbón e, incluso, los guardamuebles.) El progreso regular del grupo de suministros, incluso ante las crisis industriales menores de 1924 y 1927, conllevó un avance notable en su posición entre los inversores, de modo que en 1929 disfrutaba de una clasificación crediticia a la altura de la de los ferrocarriles. Con la posterior depresión, registró una disminución mucho menor de beneficios brutos y netos que el sector de los transportes, y parece lógico pensar que los bonos de empresas de luz y electricidad sólidamente capitalizadas reemplacen los bonos de máxima clasificación de ferrocarriles como primer tipo de inversión corporativa. (Eso parece cierto para los autores, a pesar de la clara recesión en la popularidad de los bonos y acciones de suministros desde 1933, debido a una combinación de la reducción de las tarifas, la competencia gubernamental y los peligros que acechan por la inflación.)

Rendimientos en crisis como prueba de mérito. Fijémonos ahora en el modo de proceder de estos tres grupos inversores ante las dos pruebas recientes de crisis: la de 1931-1933 y la de 1937-1938. De estas, la primera fue de una gravedad con tan pocos precedentes que podría parecer injusto y poco práctico pedir que cualquier inversión, ahora bajo consideración, fuera medida por su rendimiento en esos momentos desastrosos. Sin embargo, hemos creído que las experiencias de 1931-1933 pueden ser consideradas provechosamente como «pruebas de laboratorio» de criterios de inversión, con grados de tensión inesperados en las vicisitudes ordinarias del futuro. Aunque las condiciones prevalecientes en esos tiempos no puedan reproducirse, la trayectoria de varios tipos de productos financieros en ese momento debe arrojar una luz útil a los problemas de inversión.

TABLA 7.1

Comparación del bruto y neto de ferrocarriles y suministros con el rendimiento medio de los bonos de la máxima calificación de ferrocarriles v suministros, 1926-1938 (unidad 1.000.000 \$)

Año	Ferrocarriles			Suministros públicos		
	Bruto ¹	Ingresos netos de explotación ferrocarril ²	Rendimiento de los bonos de ferrocarril, % ³	Bruto ⁴	Neto ⁵ (índice %)	Rendimiento de los bonos de suministros, % ³
1926	6.383 \$	1.213 \$	5,13	1.520 \$	100,0	5,11
1927	6.136	1.068	4,83	1.661	106,8	4,96
1928	6.112	1.173	4,85	1.784	124,0	4,87
1929	6.280	1.252	5,18	1.939	142,5	5,14
1930	5.281	869	4,96	1.991	127,7	5,05
1931	4.188	526	6,09	1.976	123,5	5,27
1932	3.127	326	7,61	1.814	96,6	6,30
1933	3.095	474	6,09	1.755	98,2	6,25
1934	3.272	463	4,96	1.832	88,1	5,40
1935	3.452	500	4,95	1.912	92,9	4,43
1936	4.053	667	4,24	2.045	120,7	3,88
1937	4.166	590	4,34	2.181	125,8	3,93
1938	3.565	373	5,21	2.195	106,0	3,87

¹ Ingresos de explotación del ferrocarril para todas las vías de clase I de EE.UU (ICC).

² Ingresos netos de explotación de las mismas vías (ICC).

³ Rendimientos medios de 40 bonos de vías y 40 de suministros, respectivamente, recopilados por Moody's.

⁴ Ingresos de las ventas de energía eléctrica a consumidores finales, recogidos por Edison Electric Institute. Datos del 90% de la industria ajustados para cubrir el 100% de la misma (*Survey of Current Business*).

⁵ Índice de beneficios corporativos de 15 suministros públicos, recogido por la Standard Statistics Company, Inc. Las cifras son promedios anuales de relativos cuatrimestrales de los cuales 1926 es el año base.

Varias causas de la caída de bonos. / *Excesiva deuda financiada de suministros.* Si estudiamos la emisión de bonos que han sufrido una caída en el período postburbuja, observaremos que hay distintas causas que subyacen en los problemas de cada grupo. Las moras de los suministros públicos estuvieron provocadas no por la desaparición de ganancias, sino por la incapacidad de las estructuras con obligaciones excesivas de soportar contratiempos relativamente moderados. Las empresas capitalizadas sobre una base razonablemente sólida, juzgada según los criterios antiguos, tuvieron pocos problemas para satisfacer los intereses de los bonos. Eso no ha sido cierto en el caso de muchos *Holdings* con

estructuras piramidales de capital que habían absorbido prácticamente todos los dólares de las ganancias de los mejores años para cubrir la disminución de beneficios. Las tan extendidas dificultades de los suministros no se debían a ninguna debilidad en el negocio de la energía y la luz, sino a la extravagancia sin escrúpulos de sus métodos de financiación. Las pérdidas de los inversores en bonos de suministros públicos se podían haber evitado en su mayoría con el ejercicio de una prudencia razonable a la hora de seleccionar los bonos. De la misma forma, los métodos de financiación poco sólidos utilizados deberían haber provocado finalmente caídas individuales, incluso en el curso normal del ciclo de negocios. En consecuencia, la teoría de la inversión en bonos sólidos de suministros públicos no parece de ninguna manera haber sido socavada por la experiencia de 1931-1933.

2. *Sobrevaloración de la estabilidad de las ganancias de los ferrocarriles.* Si analizamos los ferrocarriles nos encontraremos con una situación algo distinta. En ese caso, el fallo radica en que la estabilidad del sector de los transportes ha sido sobreestimada, de modo que los inversores se han conformado con un margen de protección que ha demostrado ser insuficiente. No ha sido un problema de dejar de lado imprudentemente los viejos criterios establecidos de seguridad, como en el caso de los suministros más débiles, sino de conformarse con los viejos criterios cuando las condiciones exigían unos requerimientos más estrictos. Si miramos atrás, podemos ver que el fallo de las empresas de transportes en general de incrementar sus beneficios con el gran crecimiento del país desde los tiempos de antes de la guerra era un síntoma de una posición debilitada, que exigía una actitud más cautelosa y rigurosa por parte del inversor. Si hubiera exigido que sus bonos de ferrocarril superaran las mismas pruebas que aplicaba a las emisiones industriales, se habría visto obligado a restringir su selección a unas pocas de las líneas mejor afianzadas.⁹¹ Al final, casi todos ellos han sido capaces de soportar las tremendas pérdidas de tráfico desde 1929 sin poner en peligro sus cargas fijas. Si se trata o no de un caso de astucia no es relevante para nuestra argumentación. Contemplando las experiencias del pasado como lección para el futuro, podemos ver que *seleccionar bonos de ferrocarril con un trasfondo de crisis* significaría pedir un margen más amplio de seguridad en tiempos normales de lo que hasta entonces se ha considerado

⁹¹ Si, por ejemplo, el inversor se hubiera ceñido a los bonos de carreteras que en el próspero año de 1928 cubrían sus cargos fijos 2¹/₂ veces o más, habría limitado su selección a los bonos de Atchison, Canadian Pacific, Chesapeake and Ohio, Chicago, Burlington and Quincy, Norfolk and Western, Pere Marquette, Reading y Union Pacific. (Con la excepción de Pere Marquette, los bonos de estas carreteras resultaron relativamente bien durante la crisis. Adviértase, sin embargo, que el anterior test podría ser más restrictivo que el que proponemos más adelante en: beneficios medios = el doble de los cargos fijos.)

necesario.

La experiencia de 1937-1938. Estas conclusiones con respecto a los bonos de ferrocarriles y suministros se apoyan en la trayectoria de ambos grupos durante la recesión de 1937-1938. Casi todas las emisiones que superaron los tests cuantitativos relativamente estrictos de principios de 1937 superaron el posterior bajón con un declive de mercado relativamente leve y ningún perjuicio de su posición inherente. Por otro lado, casi todos los bonos de ambos grupos que mostraron una cobertura de beneficios de inferior calidad en 1937 sufrieron una grave pérdida de valor de cotización, que en algunos casos se demostró precursora de las dificultades financieras del emisor.⁹²

3. *Rendimiento de los bonos industriales en período de crisis.* En el caso de las obligaciones industriales, el comportamiento de 1937-1938 y el de 1931-1933 son considerablemente distintos, de modo que la actitud del inversor hacia este tipo de producto financiero puede depender, en cierto modo, de si considera necesario protegerse de un grado más o menos grave de crisis. Si observamos el historial de 1931-1933, advertimos que las caídas de precios no eran debidas principalmente a unas estructuras financieras poco sólidas, como en el caso de los bonos de suministros, ni tampoco a un mal cálculo de los inversores en cuanto al margen de seguridad necesario, como en el caso de los bonos de ferrocarriles. Nos encontramos con muchos casos de desaparición repentina de poder de ganancia y ante la cuestión desconcertante de si el negocio podía sobrevivir. Una empresa como Gulf States Steel, por ejemplo, ganó sus cargos de intereses de 1929 al menos 372 veces cada año de 1922 a 1929. Sin embargo, en 1930 y 1931, las pérdidas de explotación fueron tan grandes como para amenazar su solvencia.⁹³ Muchos sectores básicos, como los productores de azúcar cubanos y nuestras propias minas de carbón, estaban en crisis antes de la debacle de 1929. En el pasado, tales eclipses habían demostrado siempre ser temporales, y los inversores se sintieron justificados al mantener los bonos de esas empresas con la esperanza de una pronta recuperación. Sin embargo, en este caso, la prolongación de las condiciones adversas más allá de toda experiencia previa superó sus cálculos y destruyó los valores que había detrás de sus inversiones.

De estos casos, debemos llegar a la conclusión de que un alto margen de seguridad en los buenos tiempos puede acabar siendo incluso ineficaz contra una sucesión de pérdidas de explotación provocadas por una

⁹² Véase nota 11 del Apéndice: resumen de los resultados de bonos representativos de ferrocarriles y suministros en 1937-1938, relacionados con la cobertura de beneficios en 1936.

⁹³ Véase en nota 12 del Apéndice, los datos de apoyo y otros ejemplos.

adversidad prolongada. Las dificultades que asolaron los bonos industriales, por lo tanto, no se podrán evitar en el futuro simplemente con unos requerimientos más restrictivos en cuanto a la cobertura de los intereses de bonos en años normales.

Si examinamos más de cerca la trayectoria de la lista de bonos industriales en 1932-1933 (tomando todas las emisiones incluidas en la Bolsa de Nueva York), advertiremos que la parte que mantuvo un precio que reflejaba una confianza razonable en la seguridad del producto se limitaba a tan solo dieciocho de las doscientas empresas que configuraban el total.⁹⁴

La mayoría de estas empresas tenía una importancia notable en sus industrias respectivas. Este aspecto sugiere que el tamaño grande es un factor de ventaja considerable cuando hay que enfrentarse con circunstancias excepcionalmente desfavorables en el mundo industrial, lo que puede significar, a su vez, que las inversiones en el sector industrial deben limitarse a las empresas grandes. Sin embargo, se puede objetar a la evidencia con el argumento de que la experiencia fue reconocidamente anormal. El test menos drástico de 1937-1938 apunta hacia la conclusión tradicional de que se puede confiar en que las emisiones fuertemente apoyadas en los beneficios pasados aguantarán las crisis.⁹⁵ Sin embargo, si volvemos a un período más largo —por ejemplo, desde 1915— encontraremos pruebas fidedignas de la inestabilidad del poder de ganancia industrial. Incluso en el periodo supuestamente próspero de 1922-1929, los bonos de las empresas industriales pequeñas no parecían un medio de inversión fiable. Había muchos casos en los que un poder de ganancia aparentemente bien establecido sufría una desaparición repentina.⁹⁶ De hecho, estas variaciones impredecibles eran lo bastante numerosas como para sugerir la conclusión de que en las empresas industriales de tamaño pequeño o mediano hay una falta de estabilidad inherente, lo que las hace poco aptas para su financiación en bonos. Un reconocimiento tácito de esta debilidad ha sido en parte culpable de la adopción creciente de los privilegios de conversión y garantizados por la suscripción en conexión con la financiación a través de bonos

⁹⁴ Estas empresas eran: American Machine and Foundry, American Sugar Refining Company, Associated Oil Company, Com Products Refining Company, General Baking Company, General Electric Company, General Motors Acceptance Corp., Humble Oil and Refining Company, International Business Machine Corp., Liggett and Myers Tobacco Company, P. Lorillard Company, National Sugar Refining Company, Pillsbury Flour Mills Company, Smith (A. O.) Corp., Socony-Vacuum Corp., Standard Oil Company of Indiana, Standard Oil Company of New Jersey y United States Steel Corp.

⁹⁵ La nota 13 del Apéndice, resume el rendimiento de los bonos industriales en 1937-1938, comparados con los resultados del período acabado en 1936.

⁹⁶ Véase nota 14 del Apéndice, ejemplos.

industriales.⁹⁷ Hasta qué punto estos elementos adicionales son capaces de compensar la falta de seguridad, ese aspecto lo comentaremos en los capítulos sobre productos financieros sénior con características especulativas. No obstante, en cualquier caso, el tan extendido hecho de recurrir a estos artificios de reparto de beneficios parece confirmar nuestro punto de vista de que los bonos de las empresas industriales más pequeñas no son muy aptos como inversión de renta fija.

La no disponibilidad de bonos sólidos no es excusa para optar por los mediocres. Sin embargo, si recomendamos que la inversión directa en bonos en el sector industrial se limite a empresas de tamaño dominante, nos enfrentamos a la dificultad de que estas empresas son pocas, y muchas de ellas no tienen bonos disponibles. Se puede objetar además que tal actitud pejudicaría gravemente la financiación de negocios legítimos de tamaño secundario y tendría un efecto ruinoso en las actividades de la banca inversora. La respuesta a estos reproches ha de ser que no hay ninguna consideración que pueda justificar la compra de bonos poco sólidos a precio de bono con grado de inversión. El hecho de que no haya bonos buenos disponibles no puede ser excusa ni para emitir ni para aceptar los malos. No hace falta decir que el inversor no está nunca obligado a comprar un producto financiero de grado inferior. Sacrificando un poco de rendimiento, siempre tiene la opción de encontrar emisiones que satisfagan sus requerimientos, por muy restrictivos que estos sean. Y, como veremos más adelante, los intentos de aumentar el rendimiento a costa de la seguridad conllevan el riesgo de resultar poco beneficiosos. Desde el punto de vista de las corporaciones y sus banqueros de inversiones, llegamos a la conclusión de que, si sus productos financieros no se pueden clasificar adecuadamente como inversiones directas, hay que darles las suficientes posibilidades de generar beneficios como para compensar al comprador por los riesgos que corre.

Posturas conflictivas en la financiación con bonos. A este respecto cabe hacer observaciones respecto a dos ideas generalmente aceptadas en el tema de la financiación con bonos. La primera es que la emisión de bonos es un elemento de debilidad en la posición financiera de la empresa, de modo que la eliminación de la deuda financiada es siempre un elemento deseable. La segunda es que cuando las empresas son incapaces de financiarse mediante la venta de acciones, es adecuado que lo hagan emitiendo bonos. En nuestra opinión, ambas nociones, tan extendidas, son incorrectas. De lo contrario no habría una base realmente sólida para la financiación de bonos de ningún tipo, puesto que implican que solo las empresas débiles han de estar dispuestas a vender bonos, lo cual, de ser

⁹⁷ Véase nota al pie 3 del capítulo 22.

cierto, significaría que los inversores no han de estar dispuestos a adquirirlos.

Teoría apropiada de la financiación con bonos. La teoría apropiada de la financiación con bonos es de una trascendencia bastante distinta. Una cantidad razonable de financiación con deuda tiene ventajas para un negocio próspero, porque los accionistas pueden ganar un beneficio por encima de los cargos de interés a través de la utilización del capital de los titulares de bonos. Tanto para la empresa como para el inversor, es conveniente que el préstamo se limite a una cantidad que se pueda tratar con seguridad en cualquier circunstancia. De ese modo, desde el punto de vista de una financiación sólida, no hay ningún conflicto de intereses básico entre la empresa fuerte que emite bonos y el público que los compra. Además, siempre que un elemento de indisposición o de compulsión interviene en la creación de la emisión de un bono por parte de una empresa, estos bonos son ipso facto de calidad secundaria y no es conveniente comprarlos como inversión directa.

Políticas poco sólidas seguidas en la práctica. Las políticas financieras que siguen las corporaciones y son aceptadas por el público se han opuesto durante muchos años a estos principios lógicos. Los ferrocarriles, por ejemplo, han financiado el grueso de sus necesidades a través de la venta de bonos, con el resultado de un exceso de deuda en comparación con los fondos propios. Esta tendencia ha sido deplorada repetidas veces por todas las autoridades, pero se ha aceptado como inevitable porque la escasez de beneficios hacía inviable la venta de acciones. Sin embargo, si esto último fuera cierto, también sería desaconsejable la compra de bonos. Ahora está bastante claro que los inversores fueron imprudentes al prestar dinero a empresas de transportes que se quejaban a su vez de la necesidad de tener que tomarlo prestado.

Mientras los inversores prestaban dinero de esta manera irracional a prestatarios débiles, muchas empresas fuertes saldaban sus deudas a través de la venta de acciones adicionales. Sin embargo, si hay alguna base sólida para el prestamismo corporativo, este procedimiento también ha de considerarse poco prudente. Si una cantidad razonable de capital prestado, obtenido a bajos tipos de interés, resulta ventajoso para el accionista, la sustitución de esta deuda por capital accionarial añadido representa la renuncia a esta ventaja. La eliminación de deuda simplificará naturalmente los problemas de la directiva, pero está claro que tiene que haber algún punto en el que el rendimiento para los accionistas sea tenido en cuenta. Cuando no se hace, las empresas tendrían que estar siempre recogiendo dinero de sus propietarios y no devolverían nunca ninguna parte en forma de dividendos. Hay que señalar que la manía por retirar deuda en 1927-1929 ha tenido un efecto inquietante en nuestra situación

bancaria, puesto que eliminó la mayor parte de los buenos prestatarios comerciales y los sustituyó por riesgos comerciales de segundo nivel y por préstamos sobre colaterales de acciones cargadas de posibilidades de daño.

Importancia de lo anterior para el inversor. El anterior análisis de la trayectoria de los préstamos de bonos industriales en los últimos quince años no es irrelevante para el tema que desarrollamos en este capítulo, es decir, la aplicación de los parámetros de depresión en la selección de inversiones de renta fija. Si reconocemos la necesidad de criterios ultrarrestrictivos de selección en el sector industrial, el comprador de bonos se enfrenta a una limitación todavía mayor de emisiones elegibles debido a la eliminación de deuda financiada por parte de las empresas más fuertes. Claramente, su respuesta no ha de ser aceptar las emisiones de las empresas menos deseables, sino abstenerse de hacer compras como inversión si las mejores opciones no están disponibles. Parece ser un axioma financiero que, siempre que hay dinero para invertir, se invierte, y si el propietario no puede encontrar un buen producto que dé un buen rendimiento, invariablemente optará por uno peor. Sin embargo, un inversor prudente e inteligente ha de ser capaz de evitar esta tentación y reconciliarse con el hecho de aceptar un rendimiento menor de los mejores bonos, en vez de arriesgar su capital en emisiones de segunda fila en busca de un buen resultado.

Resumen. La norma de que los bonos han de adquirirse sobre la base de su capacidad de resistir las crisis ha formado parte de una vieja tradición inversora. Se había casi olvidado en el período de prosperidad que acabó en 1929, pero su importancia se puso de manifiesto durante la siguiente caída y se demostró de nuevo en la recesión de 1937-1938. Los bonos de empresas de electricidad y gas razonablemente capitalizadas han dado un buen resultado en estas décadas y lo mismo puede decirse —aunque en menor medida— de los relativamente escasos ferrocarriles que mostraron un margen amplio por encima de los cargos de interés antes de 1930. En la lista industrial, sin embargo, incluso un historial pasado excelente ha demostrado ser, en muchos casos, poco fiable, sobre todo cuando la empresa era de tamaño pequeño o mediano. Por este motivo, el inversor parecería ganar una mejor protección contra los desarrollos adversos confinando sus selecciones industriales a empresas que cumplan con los dos requisitos de (1) tamaño dominante y (2) un margen sustancial de beneficios por encima de los intereses de los bonos.

iii. Tercer principio: poco sólido para sacrificar la seguridad por el rendimiento

En la teoría tradicional de la inversión en bonos, se supone que tiene que existir una relación matemática entre el tipo de interés y el grado de riesgo en el que se incurre. El rendimiento en intereses se divide en dos componentes, el primero de los cuales constituye el «interés puro» —es decir, el tipo que se obtiene sin riesgo de pérdidas— y el segundo, la prima obtenida como compensación por el riesgo asumido. Si, por ejemplo, el «tipo de interés puro» se asume como el 2%, entonces una inversión del 3% se supone que conllevará 1 posibilidad entre 100 de pérdida, mientras que el riesgo incurrido en una inversión del 7% sería cinco veces mayor, o 1 por 20. (Se supone que el riesgo ha de ser un poco menor que el indicado para dejar un «beneficio de seguridad»).

Esta teoría implica que los tipos de interés de los bonos están muy relacionados con los de los seguros, y que miden su grado de riesgo sobre unas bases actuariales razonablemente precisas. Se deduciría que, en buena parte, el resultado de las inversiones de alto y bajo rendimiento deberían tender a igualarse, puesto que los cuantiosos ingresos de las primeras quedarían compensados por su mayor porcentaje de pérdidas de capital, y viceversa.

No hay relación matemática alguna entre el rendimiento y el riesgo. Este punto de vista, sin embargo, nos parece que guarda poca relación con las realidades de la inversión en bonos. Los precios y los rendimientos de los productos financieros no están determinados por ningún cálculo matemático exacto del riesgo esperado, sino que más bien dependen de la «popularidad» de la emisión. Esta popularidad refleja de una manera general la postura del inversor frente al riesgo, pero está también influenciada en buena parte por otros factores, como el grado de familiaridad del público con la empresa y la emisión (estacionalidad) y la facilidad con que el bono se puede vender (comerciabilidad).

Se puede señalar también que la supuesta computación actuarial de los riesgos de la inversión está teóricamente fuera de cuestión, y también en la práctica. No existen tablas de experiencias disponibles por las cuales se pueda determinar la esperada «mortalidad» de varios tipos de emisiones. Y aunque las hubiera, basadas en estudios largos y exhaustivos de historiales pasados, es dudoso que tuvieran alguna utilidad real para el futuro. En los seguros de vida, la relación entre edad y tasa de mortalidad está bien definida y solo cambia gradualmente. Y eso es igualmente cierto, aunque en un grado mucho menor, en la relación entre los varios tipos de estructuras y el riesgo de incendio que llevan asociado. Sin embargo, la relación entre los distintos tipos de inversiones y el riesgo de pérdidas es

demasiado indefinida y variable en condiciones cambiantes como para permitir una formulación matemática concluyente. Eso es especialmente cierto porque las pérdidas de las inversiones no se distribuyen equitativamente por el tiempo, sino que tienden a concentrarse en intervalos, es decir, durante períodos de crisis generales. De modo que el riesgo en inversión es parecido a los riesgos de epidemia, que es el factor excepcional e incalculable en los seguros de vida y contra incendios.

El auto-seguro no suele ser posible en inversión. Si tuviéramos que asumir que sí existe una relación matemática precisa entre rendimiento y riesgo, entonces el resultado de esta premisa sería inevitablemente recomendar los bonos de rendimiento menor —y, por lo tanto, más seguros— a todos los inversores. Sin embargo, el individuo no está cualificado para ser suscriptor de un seguro, no es su función recibir un pago a cambio de correr riesgos, al contrario, es de su interés pagar a otros por el seguro contra las pérdidas. Supongamos que un comprador de bonos puede elegir entre invertir 1.000 dólares a cambio de 20 dólares por año sin correr riesgos, o a cambio de 70 dólares al año con una posibilidad sobre 20 cada año de perder su capital. Los 50 dólares de rendimiento adicional en la segunda opción son matemáticamente equivalentes al riesgo implicado. Sin embargo, en términos de requerimientos personales, un inversor no puede permitirse correr ni siquiera un riesgo pequeño de perder sus 1.000 dólares de capital a cambio de unos ingresos extra de 50 dólares. Este procedimiento sería directamente opuesto al procedimiento habitual de pagar pequeñas sumas anuales para proteger las propiedades contra incendios y robos.

El factor del riesgo cíclico. El inversor no puede convertirse en una compañía de seguros y arriesgarse a perder su capital a cambio de primas anuales en forma de cupones elevados. Una objeción a esta práctica es que una buena práctica de seguros requiere una distribución muy amplia del riesgo con el fin de minimizar la influencia de la suerte y de permitir el máximo juego a la ley de la probabilidad. El inversor puede esforzarse por lograr este objetivo diversificando sus participaciones, pero a efectos prácticos no puede aproximarse a la división del riesgo que consigue una compañía de seguros. Más importante aún es el riesgo de que muchas inversiones arriesgadas puedan hundirse de golpe en un período de crisis, de modo que el inversor en emisiones de rendimiento alto encuentre un período de grandes ingresos (que probablemente gastará) seguido de un repentino diluvio de pérdidas de capital.

Puede afirmarse, en términos generales, que los productos de mayor rendimiento dan unas primas mayores «por encima de los intereses» de lo que el grado de riesgo requiere; en otras palabras, que, a cambio de correr el riesgo, los inversores obtendrán a largo plazo un beneficio por encima

de las pérdidas sufridas en capital. Es difícil afirmar con rotundidad si eso es cierto, pero, aún suponiendo que las elevadas tasas del cupón, en el resultado total final, compensaran con creces los riesgos aceptados en una base actuarial, dichos bonos siguen siendo inversiones no deseables desde el punto de vista personal para el inversor medio. Nuestro argumentó en contra de que el inversor se convierta en una compañía de seguros sigue siendo válido pese a que las operaciones de la aseguradora en su conjunto puedan ser rentables. El comprador de bonos no está preparado ni financiera ni psicológicamente para llevar a cabo amplias transacciones que supongan el establecimiento de reservas extraídas de los beneficios ordinarios para absorber las pérdidas en cantidades importantes experimentadas a intervalos regulares.

Riesgo y rendimiento son inconmensurables. La anterior discusión nos lleva a sugerir el principio de que los rendimientos devengados y el riesgo de capital han de considerarse inconmensurables. En la práctica, eso significa que los riesgos reconocidos de perder capital no deben compensarse meramente con una alta tasa del cupón, sino que pueden aceptarse solo a cambio de la oportunidad correspondiente de hacer crecer el capital, por ejemplo, a través de la compra de bonos con un descuento sustancial sobre el valor nominal, o posiblemente con la obtención de un privilegio de conversión anormalmente atractivo. Si bien puede no haber una diferencia matemática real entre compensar el riesgo de pérdida con unos ingresos mayores, o compensarlos con la oportunidad de ganar beneficios, la diferencia psicológica es muy importante. El comprador de bonos baratos es muy consciente del riesgo que corre; tiene más probabilidades de hacer una investigación exhaustiva de la emisión y de valorar cuidadosamente los riesgos de pérdidas y de beneficio; finalmente —y lo más importante de todo—, está preparado para afrontar cualquier pérdida que pueda sufrir, y sus beneficios están, de alguna manera, disponibles para cubrir sus pérdidas. De modo que la experiencia real de inversión no favorecerá la compra del típico bono de cupón alto ofrecido más o menos por su valor nominal, en el cual, por ejemplo, se supone que un interés del 7% compensará un grado de seguridad claramente inferior.⁹⁸

La falacia de la inversión del hombre de negocios. Una emisión de este tipo se llama a menudo, en el mundo financiero, «inversión del hombre de negocios» y se supone que es adecuada para aquellos que pueden permitirse correr cierto riesgo. La mayor parte de los bonos extranjeros que se lanzaron a la Bolsa entre 1923 y 1929 pertenecían a esta categoría. Lo mismo sucede con la mayoría de acciones preferentes

⁹⁸ En un año excepcional como 1921, los bonos fuertemente afianzados se ofrecían con un cupón del 7% debido a los altos tipos monetarios que prevalecían.

directas. En nuestra opinión, tales inversiones de hombre de negocios son un tipo de compromiso carente de lógica. El comprador de productos financieros que puede permitirse correr riesgos ha de buscar una oportunidad mesurada para potenciar el precio y prestar una atención solo menor a los ingresos obtenidos.

Recomendación de cambiar el procedimiento habitual. Si analizamos el asunto de manera más amplia, sería conveniente que los inversores cambiaran su manera de proceder con respecto a los rendimientos. Al seleccionar el grado de bonos adecuado a su situación, tienen tendencia a empezar por arriba de la lista, donde la máxima seguridad se combina con una rentabilidad menor, para luego calcular cuánta concesión de la máxima seguridad están dispuestos a hacer en pos de una rentabilidad más atractiva. Desde este punto de vista, el inversor ordinario se acostumbra a la idea de que el tipo de inversión adecuada a sus necesidades debe encontrarse en algún punto por debajo de la mejor de todas, una actitud que puede inducirlo a aceptar unos bonos poco sólidos, ya sea por su alta rentabilidad o por haberse rendido a las lisonjas del vendedor de bonos.

Sería mucho más razonable empezar con los parámetros mínimos de seguridad que todos los bonos han de satisfacer para ser dignos de ser tenidos en cuenta. Las emisiones que no logren cumplir estos mínimos han de descartarse automáticamente como inversiones directas, por muy alta que sea su rentabilidad o atractivas que puedan parecer sus perspectivas. Una vez delimitado el abanico de inversiones elegibles, el comprador puede aplicar otros procesos de selección que considere adecuados. Puede desear elementos de seguridad mucho más allá de los mínimos establecidos, en cuyo caso deberá hacer cierto sacrificio de rentabilidad. También puede satisfacer sus preferencias en cuanto a la naturaleza del negocio y al perfil del equipo directivo. Pero, básicamente, la selección de bonos debe consistir en trabajar hacia arriba a partir del nivel claramente mínimo, y no en ir hacia abajo de una manera caprichosa desde un nivel ideal pero inaceptable de seguridad máxima.

Capítulo 8

Principios específicos para la inversión en bonos

iv. Cuarto principio: hay que aplicar criterios claros de seguridad

Puesto que la selección de bonos con la máxima calificación ha sido señalada en buena parte como un proceso de exclusión, se presta razonablemente bien a la aplicación de normas y parámetros claros diseñados para descalificar las emisiones inapropiadas. Tales regulaciones se han establecido en muchos estados mediante la promulgación de una ley que gobierne las inversiones que hacen las cajas de ahorro y los fondos de inversión. En la mayoría de estos estados, el departamento de banca prepara cada año una lista de productos financieros que parecen conformarse a esta normativa y, por lo tanto, se consideran «legales», es decir, aptas para su compra dentro de la ley.

En nuestra opinión, la idea subyacente de parámetros y mínimos fijos debería extenderse a todo el ámbito de las inversiones directas, es decir, las inversiones que solo proceden de los ingresos. Estas restricciones legislativas están pensadas para promover un alto nivel medio de calidad de inversión y para proteger a los depositarios y beneficiarios de las pérdidas provocadas por productos financieros inseguros. Si tales regulaciones son deseables en el caso de instituciones, debería ser lógico que las siguieran también los particulares. Ya habíamos cuestionado antes la idea extendida de que el inversor ordinario puede permitirse correr riesgos mayores de inversión que una caja de ahorros, y por lo tanto no necesita ser tan preciso con respecto a la solidez de sus productos de valor fijo. La experiencia desde 1928 enfatiza sin duda la necesidad de limitar los parámetros de inversión, y una manera simple de aplicar este método podría ser confinar todas las selecciones de bonos directos a las que superan las pruebas legales de idoneidad para cajas de ahorros y fondos de inversión. Tal procedimiento parecería estar en consonancia directa con nuestro principio fundamental de que las inversiones directas han de

hacerse solo con emisiones de una solidez intachable, y que los productos financieros de grado inferior solo deben adquirirse sobre una base claramente especulativa.

La ley de cajas de ahorro de Nueva York como punto de partida. Como asunto de regulación práctica, un comprador de bonos individual es probable que obtenga unos resultados relativamente buenos si se sujeta a las restricciones que gobiernan las inversiones de los fondos de bancos o cajas de ahorro. Pero este sistema no puede proponerse como «principio general de inversión» porque las provisiones legislativas son por sí solas demasiado imperfectas como para garantizar su aceptación como los mejores parámetros teóricos disponibles. Las legislaciones de los distintos estados son bastante dispares; la mayoría, en muchos aspectos, están anticuadas y ninguna de ellas es completamente lógica o científica. Los legisladores no enfocaron su labor con la idea de establecer unos criterios de uso universal para hacer inversiones sólidas; por tanto, se sintieron libres de imponer unas restricciones arbitrarias a cajas de ahorro y fondos de inversión que hubieran dudado en imponer a los inversores en general. El estatuto de Nueva York, considerado como el mejor de su categoría, está sin embargo marcado por una serie de defectos evidentes. En la formulación de criterios exhaustivos de inversión, la legislación neoyorquina puede usarse en el mejor de los casos como guía o punto de partida, más que como un criterio final. La discusión posterior seguirá bastante de cerca los parámetros establecidos en las provisiones estatutarias (tal y como eran en 1939), pero serán criticados, rechazados o ampliados siempre que parezca conveniente.

Criterios generales prescritos por el estatuto de Nueva York

Los requerimientos específicos impuestos por el estatuto sobre las inversiones en bonos pueden clasificarse bajo siete titulares, que procedemos a enumerar y comentar:

1. Naturaleza y ubicación del negocio o gobierno.
2. Tamaño de la empresa o de la emisión.
3. Condiciones de la emisión.
4. Historial de solvencia y pago de dividendos.
5. Relación de ganancias con los requerimientos de intereses.
6. Relación del valor de la propiedad con la deuda.
7. Relación de la capitalización bursátil con la deuda.

Las características más llamativas de las leyes que rigen las inversiones de los bancos o cajas de ahorro es la exclusión completa de bonos en ciertas categorías amplias. Las provisiones de Nueva York correspondientes a las clases permitidas o prohibidas pueden resumirse así (sujeto a la enmienda de 1938 que comentaremos pronto):

Autorizados	Excluidos
Bonos del gobierno de EE.UU., estatales o municipales.	Bonos de gobiernos y corporaciones extranjeros.
Bonos de ferrocarril y bonos hipotecarios de electricidad, gas y teléfono.	Bonos de agua o de tranvías urbanos. Certificados de deuda de suministros públicos.
Bonos de ferrocarril y bonos hipotecarios de electricidad, gas y teléfono.	Todos los bonos industriales. Bonos de empresas financieras (fondos de inversión, empresas de crédito, etc).

La falacia de las prohibiciones globales. La legislatura defendía obviamente el punto de vista de que los bonos pertenecientes a las categorías excluidas son básicamente demasiado inestables como para ser adecuados como inversión bancada. Si esta postura fuera totalmente sólida, se deduciría, de nuestro razonamiento anterior, que todas las emisiones de estos grupos no son aptas en general para la inversión conservadora. Tal conclusión supondría cambios revolucionarios en el campo de las finanzas, puesto que buena parte del capital que ahora se genera en el mercado inversor debería buscarse sobre una base totalmente especulativa.

En nuestra opinión, la experiencia insatisfactoria de los inversores en bonos durante un período bastante largo ha llevado, de hecho, a exigir una limitación considerable de la categoría inversora. Sin embargo, hay notables objeciones a la aplicación de prohibiciones globales de este tipo ahora comentadas. La teoría de la inversión debe ser prudente con las generalizaciones. Incluso si damos total reconocimiento, por ejemplo, a las tendencias inestables de los bonos industriales, como comentamos en el capítulo 7, la eliminación de este importante grupo de la categoría inversora no parecería ni factible ni deseable. La existencia de cierto número de emisiones industriales (aunque sean un pequeño porcentaje del total) que han mantenido un estatus inversor indudable a través de duras pruebas, impediría a la mayoría de los inversores adoptar una política tan drástica. Además, la limitación de la demanda inversora a unos cuantos tipos de empresa aptos puede llevar a la escasez y, por lo tanto, a la aceptación de emisiones menores simplemente porque se inscriben en estos grupos. Este ha sido, de hecho, uno de los resultados desafortunados

de las actuales restricciones legislativas.

La fuerza individual puede compensar la debilidad inherente de una categoría. Parecería un principio más sólido, por tanto, requerir un resultado superior al bono individual para compensar cualquier debilidad supuestamente inherente en su categoría, más que admitir todos los bonos de ciertos grupos favorecidos y excluir todos los bonos de otros. A un bono industrial se le puede pedir que muestre un margen mayor de ganancias por encima de los intereses y una proporción menor de deuda del valor del negocio en marcha de lo que se pediría a una obligación de una empresa de gas o electricidad. Lo mismo sería aplicable en el caso de los bonos de transporte. En relación con la exclusión de bonos de empresas de agua por el estatuto de Nueva York, hay que advertir que este grupo está considerado por la mayoría de los otros estados igualado con respecto a las obligaciones de gas, electricidad y teléfono. Parece no haber motivos de peso para someterlos a requerimientos más restrictivos que los de otros tipos de emisiones de servicios públicos.

La enmienda de 1938 a la Ley de bancos. En 1938, la legislación de Nueva York, reconociendo la validez de estas objeciones a las exclusiones categóricas, procedió a aliviar la situación de una manera bastante peculiar. Decretó que la Junta de Banqueros podía autorizar a las cajas de ahorro a invertir en obligaciones con interés que no serían aptas para la inversión, siempre y cuando la aplicación de dicha autorización la hubieran hecho no menos de veinte bancos o cajas de ahorros, o un fondo de inversión cuyas acciones de capital fueran propiedad de no menos de veinte instituciones bancarias. (Eso significaba la Savings Bank Trust Company of New York.)

Está claro que esta enmienda va mucho más allá de la mera ampliación de las categorías de inversión para las cajas de ahorro. Lo que hace, de hecho, es sustituir—al menos potencialmente— todos los requerimientos específicos de la ley (aparte de la insistencia básica en los bonos que dan intereses) por el criterio combinado de las cajas de ahorro y la Junta de Banqueros. Eso significa que, en teoría, los siete criterios impuestos por la ley pueden dejarse de lado si lo acuerdan las partes. Obviamente, no hay ningún peligro práctico de que la sabiduría legislativa del estatuto no sea respetada. De hecho, ninguna de las inversiones autorizadas en virtud de esta nueva provisión hasta finales de 1939 tiene carácter excepcional. Incluyen emisiones de certificados de deuda anteriormente no aptos de empresas muy potentes industriales y de telefonía. (Curiosamente, ningún bono hipotecario industrial ha sido todavía aprobado, pero eso puede servir para confirmar nuestra afirmación anterior de que los buenos bonos industriales son probablemente los certificados de deuda.)

La acción hasta la fecha bajo la enmienda de 1938 ha representado un punto de partida digno de elogio desde las restricciones impropiedades limitadas del propio estatuto, que criticábamos antes. No estamos en absoluto convencidos, sin embargo, de que la legislación tal y como está ahora tenga una forma realmente satisfactoria. Parece haber algo pueril en el hecho de promulgar una larga lista de normas y luego permitir que un cuerpo administrativo renuncie a todas las que crea conveniente. ¿No sería mejor prescribir unos pocos criterios realmente importantes, que deban ser obedecidos en todos los casos, y luego dar a la Junta de Banqueros un poder discrecional para que excluya las emisiones que cumplen esos criterios mínimos pero que todavía no son lo bastante sólidas bajo su punto de vista conservador?

Obligaciones de gobiernos extranjeros. Ya nos hemos posicionado contra cualquier exclusión de categorías enteras de bonos. Sin embargo, al tratar con deuda de gobiernos extranjeros, puede considerarse justificado un tipo distinto de razonamiento. Tales emisiones responden solo en un grado menor al análisis financiero, y la inversión allí se basa normalmente en consideraciones generales, como la confianza en la estabilidad política y económica del país, y la creencia que intentará fielmente cumplir sus obligaciones. De modo que, en un grado mucho mayor que en el caso de otros bonos, puede justificarse la opinión, o incluso ser necesaria, en cuanto a la conveniencia general de los bonos de gobiernos extranjeros para la inversión de renta fija.

El factor de la conveniencia política. Si analizamos objetivamente la historia de las inversiones en bonos extranjeros en este país desde que empezaron a adquirir importancia después de la Primera Guerra Mundial, es difícil evitar una conclusión desfavorable. En el análisis final, una deuda con un gobierno extranjero es un contrato que no se puede hacer cumplir. Si el pago es retenido, el titular del bono está atrapado. Aunque se hayan comprometido unos rendimientos o capitales específicos como garantía, está prácticamente indefenso en caso de incumplimiento.⁹⁹ Se deduce de ello que mientras una obligación de un gobierno extranjero es, en teoría, un derecho sobre la totalidad de los recursos de la nación, la medida en que estos recursos se comprometen realmente para satisfacer las cargas de la deuda exterior resulta que depende en buena parte de la conveniencia política. Los graves trastornos nacionales del período de posguerra hicieron inevitables algunos incumplimientos y proporcionó el

⁹⁹ Entre los numerosos ejemplos de este desafortunado hecho podemos mencionar la promesa de rendimientos específicos detrás de la Dawes Loan (gobierno alemán) 7s, con vencimiento en 1949, y los Sao Paulo Secured 7s, con vencimiento en 1956. Posteriormente al incumplimiento de servicio de estos dos préstamos no se hizo nada en absoluto, ni podía haberse hecho, para hacer cumplir la reclamación de los rendimientos comprometidos.

pretexto para otros. En cualquier caso, como la falta de pago se ha convertido en un fenómeno familiar, su propia frecuencia ha eliminado buena parte del oprobio causante. De modo que el inversor tiene menores motivos que antes para fiarse de los esfuerzos hercúleos hechos por los gobiernos extranjeros para cumplir con sus obligaciones en tiempos difíciles.

El argumento del comercio internacional. Se argumenta a menudo que es necesaria la renovación de un sistema internacional de préstamos a gran escala para recuperar el equilibrio mundial. Más concretamente, tales préstamos parecen ser una extensión indispensable para la restauración y desarrollo de nuestro comercio exterior. Sin embargo, no hay que esperar que los inversores participen en compromisos poco sólidos por motivos idealistas o para beneficiar a los exportadores norteamericanos. Como operación especulativa, la compra de obligaciones extranjeras a bajo precio, como las que predominaban en 1932, podría demostrar estar bien justificada por las posibilidades de beneficio de los titulares, pero estas cotizaciones tremendamente devaluadas son por sí solas un argumento poderoso contra compras posteriores de nuevas emisiones extranjeras a un precio aproximado del 100% de su valor contable, por muy alto que se haya establecido el cupón.

El argumento del historial individual. Sin embargo, se puede sostener que la inversión en obligaciones extranjeras es básicamente similar a cualquier otra forma de inversión por el hecho de que requiere discriminación y criterio. Hay naciones que merecen una alta clasificación crediticia en base a su comportamiento pasado, y estos deberían ser preferentes a la hora de invertir de la misma manera que lo son las corporaciones nacionales con un buen historial. Las legislaciones de varios estados han reconocido el estatus superior de Canadá, a través de bancos autorizados, para comprar sus obligaciones, y Vermont ha aceptado también los bonos en dólares de Bélgica, Dinamarca, Gran Bretaña, Holanda y Suiza.

Un potente argumento en dirección contraria lo proporciona la lista añadida de varios países que tienen deuda pagable en dólares, clasificados según la clasificación crediticia que indicaba la trayectoria de mercado de sus bonos durante la dura prueba de 1932.

1. Países cuyos bonos se vendieron como inversión: Canadá, Francia, Gran Bretaña, Países Bajos, Suiza.
2. Países cuyos bonos se vendieron como especulación: Alemania, Argentina, Australia, Austria, Bolivia, Brasil, Bulgaria, Checoslovaquia, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Cuba, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Grecia, Guatemala, Haití, Hungría,

Japón, México, Nicaragua, Panamá, Perú, Polonia, República Dominicana, Rumania, Rusia, Salvador, Uruguay, Yugoslavia.

3. Países entre medio: Bélgica, Irlanda, Italia, Noruega y Suecia.

De los cinco países en el primer grupo de inversiones, el crédito de dos, a saber, Francia y Gran Bretaña, se había considerado especulativo durante la anterior crisis de 1921-1922. De los cuarenta y dos países representados, por tanto, solo tres (Canadá, Holanda y Suiza) gozaron de una clasificación inversora intachable durante los doce años anteriores a 1932.

Objeción doble a la compra de bonos de gobiernos extranjeros. Esta evidencia sugiere que la compra de bonos de gobiernos extranjeros está sujeta a una doble objeción de carácter genérico: en teoría, que la base del crédito es básicamente intangible; y en la práctica, que la experiencia con el grupo extranjero ha sido preponderantemente insatisfactoria. Aparentemente, hará falta una mejora considerable de las condiciones mundiales, demostrada durante un período bastante largo de cumplimiento puntual con las obligaciones internacionales, para garantizar una revisión de esta actitud desfavorable hacia los bonos extranjeros como categoría.

Las emisiones canadienses se podrían sin duda eximir de esta condena global, tanto por su historial como por la relación tan estrecha entre Canadá y Estados

Unidos. Los inversores particulares, ya sea por motivos personales o estadísticos, podrían convencerse igualmente de la alta clasificación crediticia de otros países, y, por tanto, estar dispuestos a comprar sus obligaciones como inversión de alta clasificación. Tales compromisos podrían demostrarse totalmente justificados por los hechos, pero durante unos cuantos años, al menos, sería conveniente que el inversor las considerara como excepciones a una regla general que invita a evitar los bonos extranjeros, y los requiriera según la presente y notable evidencia excepcional de estabilidad y seguridad.¹⁰⁰

Bonos de corporaciones extranjeras. En teoría, los bonos de una corporación, por muy próspera que sea, no pueden tener una seguridad superior que las obligaciones del país en el que la misma se encuentra. El gobierno, a través de su poder fiscal, tiene prioridad ilimitada sobre los

¹⁰⁰ La anterior sección relativa a los bonos extranjeros se reproduce sin cambios de la edición de 1934 de esta obra. Las condiciones bélicas que existieron en 1940 añaden énfasis a nuestras conclusiones. Adviértase que, al final de 1939, los bonos en dólares de solamente Argentina, Canadá y Cuba se vendían por encima de la base del 6% en nuestros mercados. (Ciertos bonos cubanos se vendían con un rendimiento superior al 6%. Adviértase también que Gran Bretaña, Holanda, Suecia y Suiza no tenían bonos en dólares pendientes.) Para más datos relativos a las moras de bonos extranjeros, véanse los distintos comunicados de prensa e informes del Foreign Bondholder's Protective Council, Inc.

bienes y ganancias del negocio; en otras palabras, puede acceder a la propiedad de un titular privado de bonos y utilizarla para cubrir la deuda nacional. Pero, de hecho, en el ejercicio del poder fiscal hay unos límites claros impuestos por el oportunismo político. De la misma manera, encontramos ejemplos de corporaciones que cumplen con sus obligaciones monetarias hasta cuando su gobierno está en deuda.¹⁰¹

Los bonos de corporaciones extranjeras tienen una ventaja sobre los bonos gubernamentales que consiste en que el titular goza de garantías legales específicas en caso de falta de pago, como el derecho de ejecución. En consecuencia, es probablemente cierto que una empresa extranjera está bajo una mayor coacción para pagar su deuda que una nación soberana. No obstante, hay que reconocer que las condiciones resultantes de la falta de pago de las obligaciones del gobierno afectarán sin duda negativamente la posición del titular de bonos corporativos. Las restricciones en la transferencia de fondos pueden impedir el pago de intereses en dólares aunque la empresa siga siendo ampliamente solvente.¹⁰² Además, la distancia que separa al acreedor de la propiedad, y los obstáculos interpuestos por decreto gubernamental, podrían probablemente destruir el valor práctico de su seguridad hipotecaria. Por estos motivos, las conclusiones desfavorables que se derivan de las obligaciones de gobiernos extranjeros como inversión de renta fija han de considerarse aplicables también a los bonos de corporaciones extranjeras.

Tamaño

Los bonos de empresas muy pequeñas están sujetos a objeciones que los descalifican como medios aptos para la inversión conservadora. Una empresa de tamaño relativamente pequeño es más vulnerable que otras ante los hechos inesperados y tiene más tendencia a hundirse debido a la falta de financiación bancaria o de recursos técnicos. Los negocios muy pequeños, por lo tanto, nunca han sido capaces de obtener financiación pública y han dependido del capital privado, el capital que aporta fondos a cambio del doble incentivo de una parte de los beneficios y de tener voz directa en la dirección. Las objeciones a los bonos de las corporaciones de pequeño tamaño también son aplicables a los pequeños municipios o a los distritos minúsculos, y el inversor cuidadoso en obligaciones municipales debería evitar normalmente los que tienen por debajo de cierto número de habitantes.

El establecimiento de tales requisitos mínimos en cuanto a tamaño

¹⁰¹ Véanse ejemplos en la nota 15 del Apéndice.

¹⁰² Véanse ejemplos en la nota 16 del Apéndice.

conlleve necesariamente marcar unas líneas de delimitación. No hay fórmula matemática para determinar exactamente el punto en que una empresa o municipio son lo bastante grandes como para merecer la atención del inversor. Es el mismo problema que encontramos en la determinación de cualquier parámetro cuantitativo, por ejemplo, el margen de ganancia por encima de los intereses o la relación de los valores de inventario o propiedades con la deuda en bonos. Por lo tanto, debe tenerse en cuenta que todos estos «puntos críticos» son necesariamente decisiones de regla general, y el inversor es libre de usar otras cantidades si estas le parecen más atractivas. No obstante, por muy arbitrarios que sean los criterios seleccionados, son indudablemente de gran utilidad práctica para salvaguardar al comprador de bonos de emisiones inadecuadamente protegidas.

Provisiones del Estatuto de Nueva York. El Estatuto de Nueva York ha prescrito varios criterios respecto del tamaño medio al definir la idoneidad de las inversiones para los bancos o cajas de ahorro. En cuanto a los bonos municipales, se precisa una población de no menos de diez mil habitantes para los estados adyacentes a Nueva York, y de treinta mil para los demás. Los ferrocarriles han de tener quinientas millas de línea de tamaño medio o tener ingresos de explotación no inferiores a 10.000.000 de dólares anuales. Los bonos no asegurados y de ingresos de las compañías ferroviarias se admiten solo en el caso (entre otros requisitos especiales) de que sus ingresos netos, disponibles para dividendos, alcancen los 10.000.000 de dólares. Para las compañías de gas y electricidad, los ingresos brutos han de haber tenido un promedio de 1.000.000 de dólares anuales durante los últimos cinco años; pero en el caso de bonos de telefónicas, esta cifra debe ser de 5.000.000 de dólares. Hay más provisiones al efecto que el tamaño de la emisión de bonos en sí, que no ha de ser inferior a 1.000.000 de dólares para las compañías de gas y electricidad, y no inferior a 5.000.000 de dólares en el caso de las obligaciones de telefonía.

Algunas críticas a estos requisitos. Las cifras de recibos mínimos brutos no parecen bien elegidas desde el punto de vista de la inversión en bonos en general. Las distinciones en cuanto a requisitos de población serían escasamente atractivas para los inversores de todo el país. Las pruebas alternativas para los ferrocarriles, ya sea basadas en el kilometraje o en los ingresos, son engañosas e innecesarias. El requisito de un bruto de 10.000.000 de dólares por sí solo es demasiado elevado; habría eliminado, por ejemplo, los ferrocarriles Bangor and Aroostock, una de las pocas líneas con un resultado satisfactorio durante la crisis de 1930-1933 y también con anterioridad. Igualmente injustificado es el requisito de 5.000.000 de dólares brutos para los negocios de telefonía, comparado con

la cifra de 1.000.000 de dólares de los de gas y electricidad. Esta provisión habría eliminado los bonos de Tri-State Telephone and Telegraph Company anteriores a 1927, aunque eran entonces (y desde entonces) obligaciones de un mérito incuestionable. Creemos que los siguientes requisitos propuestos de tamaño mínimo, aunque por necesidad se han tomado arbitrariamente, concuerdan razonablemente con la inversión sólida:

	Requerimiento tamaño mínimo
Municipalidades	10.000 habitantes
Empresas de suministros	2.000.000 dólares brutos
Sistemas de ferrocarril	3.000.000 dólares brutos
Empresas industriales	5.000.000 dólares brutos

Bonos industriales y el factor tamaño. Puesto que los bonos industriales no son idóneos para los bancos/cajas de ahorro bajo la ley de Nueva York, en ella no se prescribe un tamaño mínimo. Ya hemos expresado nuestro punto de vista a propósito de que las obligaciones industriales puedan incluirse dentro de las inversiones con la máxima calificación siempre y cuando superen unas pruebas de seguridad bastante restrictivas. La experiencia de la década pasada indica que un tamaño dominante o al menos considerable ofrece un elemento de protección contra los peligros de la inestabilidad a los cuales las empresas industriales están más sujetas que los ferrocarriles o los suministros públicos. Un inversor cauto, que busque sacar provecho de las lecciones previas, quedaría aparentemente justificado al limitar sus compras de bonos de valor fijo tal vez a la media docena de unidades principales de cada grupo industrial, y también tal vez al añadir el requisito mínimo sugerido de 5.000.000 de dólares de ventas anuales.

Tales parámetros mínimos podían ser criticados como indebidamente restrictivos por el hecho de que si se aplicaran de manera universal (que, en cualquier caso, es poco probable) impedirían a los negocios sólidos y prósperos de tamaño medio financiarse a través de emisiones directas de bonos. Resulta razonable que una estabilización general de las condiciones industriales en Estados Unidos pueda invalidar las conclusiones derivadas de las extremas variaciones de los últimos diez años. No obstante, hasta que esta tendencia a la estabilidad se haya demostrado realmente, debemos favorecer una actitud muy rigurosa en la compra de bonos industriales a niveles de inversión.

El tamaño grande por sí solo no garantiza la seguridad. Estas

recomendaciones relativas al tamaño mínimo no implican que las dimensiones enormes garanticen por sí solas la prosperidad y la fortaleza financiera. La empresa más grande puede ser la más débil si su deuda en bonos es desproporcionadamente grande. Además, en los grupos del ferrocarril, suministros y municipios, no hay ventajas prácticas asociadas a las unidades de mayor tamaño comparadas con las de tamaño medio. Si los recibos brutos de una empresa eléctrica son de 20.000.000 o de 100.000.000 no tiene, probablemente, efectos materiales sobre la seguridad de sus bonos; y, de manera similar, un municipio de setenta y cinco mil habitantes puede merecer un crédito mayor que una ciudad de varios millones. Es solo en el terreno industrial donde sugerimos que los bonos de una empresa mayor pueden ser intrínsecamente más deseables que los de una mediana; pero, incluso ahí, necesitamos un resultado estadístico totalmente satisfactorio por parte de la empresa grande para que esta ventaja resulte de fiar.

Otras provisiones rechazadas. El estatuto de Nueva York incluye un requisito adicional respecto de los bonos de ferrocarril no asegurados, es decir, que las ganancias netas después de intereses deben equivaler a 10.000.000 de dólares. Eso no nos parece justificado, puesto que antes ya nos hemos posicionado en contra de otorgar una importancia especial a la posesión o falta de productos financieros hipotecarios. Hay también cierta falacia lógica en la posterior prescripción de un tamaño mínimo para el propio bono en el caso de los suministros públicos. Si la empresa es lo bastante grande según su negocio bruto, entonces, cuanto más pequeña sea la emisión en bonos, más fácil le será pagar los requerimientos de intereses y capital. La legislación probablemente deseaba evitar toda comerciabilidad asociada a las emisiones muy reducidas. En nuestra opinión, se le da demasiada importancia a la comercialidad por parte de los inversores, y en este caso nosotros no estamos a favor de seguir el requisito estatutario a propósito del tamaño de la emisión como norma general en la inversión en bonos.

Capítulo 9

Criterios específicos para la inversión en bonos (continuación)

Las provisiones de la emisión

Este encabezamiento incluye factores como la seguridad de los bonos, las condiciones que afectan el pago de intereses y la fecha de vencimiento. Las conversiones y privilegios similares, especificados en el contrato, son, obviamente, importantes por sí solos, pero no entran en la determinación de criterios para la selección de inversiones de renta fija.

De acuerdo con el estatuto de Nueva York, solo los bonos asegurados mediante hipoteca resultan idóneos para el grupo de suministros públicos.¹⁰³ Sin embargo, los bonos certificados de deuda de ferrocarril están admitidos, siempre y cuando el historial de beneficios y dividendos se ajuste a los requisitos más rígidos que se establecen para las emisiones hipotecarias. El estatuto permite también la adquisición de *income bonds* (es decir, aquellos en los que la obligación de pagar intereses depende de las ganancias) sobre la misma base que los certificados de deuda.

Restricciones obsoletas e ilógicas. En nuestra opinión, este conjunto de restricciones está bastante desfasado y resulta ilógico. A la vista de nuestro enfático debate en el capítulo 6 contra el hecho de dar un peso predominante a un producto financiero específico, queremos que quede claro que no estamos a favor de la exclusión de ningún grupo de emisiones no aseguradas *per se*, ni tan solo del establecimiento de ningún criterio o requerimiento definido con previsión que favorezca los bonos asegurados por encima de los certificados de deuda.

Si una empresa tiene una sola emisión de bonos, parecería que no importa demasiado si es una primera hipoteca o un certificado de deuda, teniendo en cuenta que este último está protegido contra la colocación de futuras emisiones por delante de él. No hace falta decir que un certificado de deuda precedido por una primera hipoteca no es tan atractivo como el propio bono de primera hipoteca, aunque la confianza del inversor en ambos casos debe depender de lo mismo, es decir, de la capacidad de la empresa para cumplir con todas sus obligaciones. Sin embargo, esta distinción sería igualmente aplicable a una emisión de segunda hipoteca y,

¹⁰³ Se hace ahora referencia a las provisiones específicas del estatuto, sin tener en cuenta los poderes discrecionales de la Junta de Banqueros para renunciar a alguna o a todas ellas (*supra* p. 112).

por tanto, no está afectada por los certificados de deuda como tales. Ya hemos comentado los aspectos prácticos de seleccionar entre derechos júnior y sénior (capítulo 6) y volveremos a referirnos a este punto cuando consideremos la cobertura de intereses.

***Income bonds* en una posición más débil que los certificados de deuda.**

Pese a que el estatuto de Nueva York es demasiado severo en cuanto a su exclusión categórica de todas las emisiones de suministros públicos no aseguradas, su aceptación de las emisiones de ferrocarril de *income* sobre la misma base que los certificados de deuda de ferrocarril es totalmente dudosa por la razón opuesta. Las provisiones de *income bonds* varían mucho entre las distintas emisiones, siendo su distinción básica entre aquellos cuyos intereses deben pagarse si se ganan y aquellos en los que los directores tienen una mayor o menor medida de discreción. En términos generales, los *income bonds* están más próximos a las acciones preferentes que a las obligaciones ordinarias fijas. Hablaremos de ello, por tanto, en nuestro capítulo sobre acciones preferentes, en el cual expondremos la necesidad de una cautela y rigidez especial a la hora de seleccionar este tipo de producto como inversión directa.

Los criterios de seguridad no deben relajarse por un vencimiento próximo. Los inversores tienden a dar demasiada importancia a la fecha de vencimiento de una emisión, por si se trata de un título a corto o a largo plazo. Un vencimiento breve que conlleve el derecho al pago poco después de su compra se considera un rasgo ventajoso desde el punto de vista de la seguridad. Por lo tanto, los inversores tienden a ser menos rigurosos en sus criterios cuando adquieren títulos o bonos con un vencimiento próximo (por ejemplo, hasta tres años) que en su selección de otros bonos.

En nuestra opinión, esta diferencia es infundada. Un vencimiento próximo provoca tanto un problema de refinanciación para la empresa como un privilegio de pago para el inversor. El titular de bonos no puede contar con el mero hecho del vencimiento para asegurarse su pago. La empresa o bien ha de contar con el líquido disponible (lo que pasa relativamente con poca frecuencia) o tiene una rentabilidad y una posición financiera que le permitirán obtener fondos nuevos. Las corporaciones venden a menudo emisiones a corto plazo porque disponen de poco crédito en el momento como para permitir la emisión a largo plazo y a un tipo de interés razonable. Esta práctica a menudo provoca problemas en las empresas y, por lo tanto, con los inversores, al vencimiento.

Ejemplos: En 1926 la Fisk Rubber Company vendió 10.000.000 de dólares de 5 1/2s a cinco años. En 1929 vendieron a 96 debido a la

proximidad de su vencimiento, aunque los informes de resultados de la empresa eran insatisfactorios. Pero el pago de capital quedó en mora al vencimiento en 1931; la empresa hizo suspensión de pagos y el precio de sus títulos cayó a $10^{3/4}$ el mismo año.

En 1929, la New York, Chicago and St. Louis Railway (Nickel Píate) vendió 20.000.000 de dólares de títulos del 6% a tres años. Han sido extendidos repetidamente pero solo con grandes dificultades y bajo la amenaza de insolvencia si los titulares se negaban a la extensión. (En 1936 vendieron a tan solo $26^{3/4}$.)

Un ejemplo reciente de parcialidad aparentemente no garantizada concedida por el mercado de bonos a una emisión de vencimiento próximo lo encontramos en los Pennsylvania-Dixie Cement Company First 6s, con vencimiento en septiembre de 1941, que en 1936 se vendieron por encima de su valor nominal. Esta emisión apenas había cubierto los intereses (sobre una base de depreciación reducida) en 1937 y 1938, y había arrojado déficit en los anteriores seis años. Los activos circulantes netos eran menores que los bonos pendientes. Era posible, por supuesto, que las condiciones en 1941 permitieran el pago de estos títulos, pero aquellos que los adquirieron por su precio nominal en 1939 corrían sin duda un riesgo innecesario de fuerte caída del valor del capital.

Diferencias entre vencimiento corto y largo de la misma emisión. Ha habido bastantes casos en los que los inversores han estado dispuestos a pagar precios muy superiores para una emisión a corto plazo que por otra igualmente asegurada a largo plazo de la misma empresa. En casi todos los casos, esto ha demostrado ser un error, ya sea porque (1) el crédito de la empresa mejoró, en cuyo caso el vencimiento lejano provocó un aumento muy superior del precio, o (2) porque la empresa no pudo pagar la emisión a corto plazo a su vencimiento.

Ejemplos de 1:

Precio mínimo 1932

Lehigh Valley Goal Company First Refunding 5\$, vencimiento en 1934.....96 1/2

Lehigh Valley Coal Company First Refunding 5s, vencimiento en 1944
..... 35

La empresa pudo pagar la emisión de 1934 a su vencimiento, pero, mientras tanto, las 5s de 1944 habían subido a 91. Véase también el ejemplo de 2 abajo.

Precio mínimo 1932

U.S. Rubber Company Secured 6V₂S, vencimiento 1933.....94

U.S. Rubber Company Secured 6V₂S, vencimiento 1935.....43

La emisión de 1933 se pagó a su vencimiento, pero también la de 1935, que por supuesto demostró ser una compra mucho mejor.

Ejemplos de 2:

Precio máximo 1938

Lehigh Valley Coal Company First Refunding 5s, vencimiento en 1944.....99⁷/8

Lehigh Valley Coal Company First Refunding 5s, vencimiento en 195.....45

Los intereses sufrieron una mora en enero de 1939, y el precio de la emisión de 1944 cayó hasta 36, con respecto a los 20 del vencimiento de 1954.

Precio mínimo 1932

Pressed Steel Car Debenture 5s, vencimiento en 1933.....82

Pressed Steel Car Debenture 5s, vencimiento en 1943.....40

Ambos quedaron en mora el 1 de enero de 1933 y finalmente recibieron el mismo trato en la reorganización.

Precio máximo 1934

Standard Gas and Electric Debenture 6s, vencimiento en 1935.....94

Standard Gas and Electric Debenture 6\$, vencimiento en 1951.....60

La empresa no cumplió con su vencimiento en 1935. En la posterior reorganización, las diversas emisiones de certificados de deuda recibieron prácticamente el mismo trato y, en 1939, todas se vendieron al mismo precio.

Debido a la explicación y ejemplos anteriores, advertimos no deducir distinciones entre las emisiones a largo y corto plazo como las que resultan de la relajación de criterios de seguridad en la selección de emisiones de este último tipo.¹⁰⁴

¹⁰⁴ En un caso excepcional, una emisión a corto plazo se puede comprar a precio de inversión aunque su historial de beneficios sea inadecuado, siempre y cuando la posición del capital circulante sea tan fuerte como para asegurar el pago sin problemas. Tal inversión correspondería a un préstamo hecho por un banco comercial.

Ejemplo: Eso sería aplicable a las Central Steel Company First 8s, asumidas por Republic Steel Corporation, con vencimiento el 1 de noviembre de 1941, que se vendían en noviembre

Historial de pagos de intereses y dividendos

Los bonos adquiridos como inversión han de tener detrás un historial lo bastante largo de explotación próspera y de estabilidad financiera por parte del emisor. Las empresas nuevas y las que emergen de dificultades recientes no tienen derecho a la buena calificación crediticia esencial para justificar una inversión de renta fija.¹⁰⁵ Una descalificación similar se aplicaría lógicamente a los estados o municipios que no han logrado cumplir con sus obligaciones puntualmente en algún momento durante un período anterior.

Provisiones del Estatuto de Nueva York. El estatuto de Nueva York reconoce este criterio y le da una expresión concreta de la siguiente manera: los bonos de todos los estados excepto Nueva York son idóneos si el Estado no ha incurrido en mora de los pagos de intereses o capital durante los últimos diez años. Para los municipios fuera del estado de Nueva York, el período es de veinticinco años; para ferrocarriles, seis años; para las compañías de gas, electricidad y teléfono, ocho años.

Sin embargo, con respecto a los bonos de corporaciones, los requisitos en cuanto a cobertura de ganancias, en que trataremos en el próximo apartado, deberían cubrir adecuadamente el tema del historial pasado. El tiempo a cumplir como requisito de beneficios es solo algo inferior que los períodos que se sugieren arriba y, por tanto, parecería una complicación innecesaria exigir una prueba de solvencia previa, además de la prueba de beneficios.

Las obligaciones civiles, por otro lado, no se venden en base a los historiales de beneficios. En consecuencia, el inversor está en la obligación de acordar una importancia primordial a un historial satisfactorio de pagos puntuales. Para el inversor medio, el requisito a este respecto establecido por el estatuto de Nueva York, sin duda, parecerá razonable.

Sin embargo, no podemos recomendar esta norma de inversión sin tener en cuenta los resultados que se derivarían de su adopción general. Si todas las adquisiciones de bonos municipales requirieran un historial limpio durante veinticinco años, ¿cómo podría algún ayuntamiento emitir bonos durante su primer cuarto de siglo de existencia? Y, de manera similar, si un estado o municipio han llegado a la suspensión de pagos,

de 1939 a 109 a un rendimiento del 3,31%. Adviértase también que a veces se puede dar una adecuada preferencia a los vencimientos cortos como política de inversiones, pero no hasta el punto de relajar los criterios de seguridad.

¹⁰⁵ Esta afirmación puede no ser aplicable a los casos en que los problemas financieros fueron debidos a una excesiva carga de deuda que la reorganización ha reducido a una cifra que habría sido asumida de sobras por los anteriores beneficios.

¿cómo van a financiarse durante los diez o quince años siguientes, respectivamente, necesarios para recuperar sus obligaciones para entrar en la lista de aptos? En el caso de las corporaciones, esta financiación puede obtenerse a base de especular, con la venta de acciones, o con bonos convertibles, o incluso bonos con un gran descuento. Sin embargo, estos métodos no están disponibles para los ayuntamientos. La dificultad se cubre en la práctica elevando la rentabilidad sobre las obligaciones de estados o municipios con crédito inferior. Por ejemplo, una ciudad que sale de las dificultades financieras podría atraer nuevas inversiones ofreciendo un 5% de rentabilidad en comparación con el 2% pagado por el estado de Nueva York.¹⁰⁶ Pero esta solución entra en contradicción con el principio, antes desarrollado, de que una alta rentabilidad por cupones no es una compensación adecuada para la asunción de riesgos sustanciales de capital. En otras palabras, sería un error comprar una obligación municipal por su alta de rentabilidad si se reconoce como inferior en grado y sujeta a una posibilidad más que nominal de mora.

Dilema y sugerencia de solución. Nos enfrentamos, por tanto, a un dilema, puesto que la actitud teóricamente correcta del comprador de bonos haría imposible la necesaria financiación de muchos ayuntamientos. Considerando el asunto con realismo, podría solucionarse diciendo que siempre habrá inversores poco exigentes a mano para absorber los bonos de cualquier pueblo o ciudad que ofrezca una rentabilidad supuestamente atractiva. De modo que el comprador de bonos lógico y cauteloso puede evitar tales emisiones sin un resultado fatal para los prestatarios que disponen de un crédito de segunda fila.

Esta disposición del dilema es demasiado sarcástica como para resultar totalmente satisfactoria. La solución ideal estaría probablemente en el establecimiento de algún tipo de test cuantitativo y restrictivo que compensara la incapacidad de cualquier municipio de superar el período de veinticinco años de pagos puntuales. Si una ciudad ha pasado por dificultades financieras debe rehabilitarse mediante la reducción de gastos o elevando sus impuestos y otros tipos de ingresos, o posiblemente aplicando un recorte obligatorio de su deuda que equivaldría a una reorganización empresarial. De ese modo, el municipio podría colocar sus finanzas sobre una base totalmente nueva y sólida y tendría derecho a una calificación crediticia satisfactoria a pesar de sus impagos anteriores. Pero el inversor prudente solo aceptará esta calificación crediticia después de un estudio cuidadoso de su perfil financiero, incluyendo partidas tales

¹⁰⁶ Adviértase que, en noviembre de 1939, las obligaciones de la ciudad de Detroit con vencimiento en 1954 (que habían estado en mora en 1933) se vendieron a una base de rentabilidad del 3,70%, en contraste con un rendimiento de aproximadamente el 2% en bonos similares de municipios menores con un buen historial.

como la relación de gastos y deuda total, por un lado, con la población, y los valores y rendimientos de las propiedades por el otro. El comprador de bonos ha de esperar un rendimiento superior al normal de las obligaciones municipales de este tipo, no como pago por asumir un riesgo especial sino por el esfuerzo requerido para confiar en la solidez de la emisión.

Una actitud similar ha de asumirse hacia los cuerpos civiles de nueva organización, de los que solo hay un breve historial de deuda disponible.¹⁰⁷

Historial de dividendos. Los estatutos que gobiernan las inversiones legales han hecho tradicionalmente mucho énfasis en el historial satisfactorio de pago de dividendos por parte de la empresa emisora. En la mayoría de estados, un bono solo resulta apto si la empresa ha pagado dividendos con regularidad en ciertas cantidades mínimas durante al menos cinco años. Este requisito está basado, obviamente, en la teoría de que, como las corporaciones existen para pagar dividendos, solo las que efectivamente lo hacen pueden considerarse realmente prósperas y, por lo tanto, adecuadas para invertir en bonos.

El historial de dividendos no es una prueba concluyente de la fortaleza financiera. No se puede negar que los negocios que pagan dividendos, como categoría, son más prósperos que los que no lo hacen, sin embargo, este hecho no justifica por sí solo la condena sumaria de todos los bonos de empresas que no reparten dividendos. Un argumento sólido contra esta norma reside en el hecho que el pago de dividendos es solo un indicio de fortaleza financiera, y no solo no otorga una ventaja directa al titular de bonos sino que a menudo puede resultar perjudicial para sus intereses por el hecho de que reduce los recursos de la empresa. En la práctica, las provisiones de dividendos de los estatutos que gobiernan las inversiones legales han tenido a veces consecuencias opuestas a las que se pretendían. Las empresas de ferrocarriles con una posición financiera débil han seguido pagando dividendos de manera poco previsoras con el solo objetivo de mantener sus bonos en la lista de productos aptos, de modo que la propia práctica que supuestamente indicaba fortaleza detrás del bono, en

¹⁰⁷ La técnica del análisis de las finanzas estatales o municipales es complicada y no se presta fácilmente a atajos fiables. Un tratamiento adecuado del tema estaría fuera del ámbito de este libro o de la competencia de sus autores. El lector puede recurrir a tratamientos del tema en obras estándar sobre inversión como Hastings Lyon, *Investment*, pp. 56-179, Nueva York, 1926; Ralph E. Badger y Harry G. Guthmann, *Investment: Principles and Practices*, pp. 735-780, ed. rev., Nueva York, 1936; y a *Proceedings of the Conference on Bond Portfolios 1939* de la New York State Bankers Association, pp. 136-158, Nueva York, 1939; *Investment Standards and Procedure*, que es el *Commercial Bank Management Booklet* n.º 19, publicado por la Comisión de Gestión Bancaria de la American Bankers Association, Nueva York, 1937; A. M. Hillhouse, *Municipal Bonds: A Century of Experience*, Nueva York, 1936.

realidad, estaba debilitando su seguridad.¹⁰⁸

El papel del historial de dividendos en la inversión con bonos. Las pruebas que suponen el balance y la cuenta de resultados han de considerarse una pista más fiable con respecto a la solidez de una empresa que su historial de pago de dividendos. Por ello parece más razonable no tener en cuenta todas esas normas rígidas en este último aspecto para poder determinar la idoneidad de las emisiones en bonos para la inversión directa. No obstante, el incumplimiento de una empresa en el pago de dividendos cuando los beneficios parecen satisfactorios debe justamente impulsar al comprador de bonos a estudiar la situación con una atención superior a la habitual, con el fin de descubrir si la política de la dirección se debe a la fragilidad de algunos elementos del panorama financiero que todavía no se reflejan en la cuenta de resultados. Podemos señalar a propósito que los bonos de empresas que pagan dividendos poseen cierta ventaja mecánica por el hecho de que sus titulares pueden recibir una advertencia clara, y tal vez definitiva, de problemas inminentes por el último reparto de dividendos. Una vez en guardia, serán capaces de protegerse contra graves pérdidas. Los bonos de negocios que no reparten beneficios tiene cierta desventaja en este sentido pero, en nuestra opinión, eso puede compensarse adecuadamente con una mayor cautela por parte del inversor.

El estatuto de Nueva York es algo más progresista que el de otros estados con respecto al tema de los dividendos. Los ferrocarriles precisan haber pagado dividendos de cierta cantidad en cinco de los últimos seis años o, en su defecto, ajustarse a requisitos más restrictivos en cuanto a la cobertura de cargos fijos. Las empresas de suministros han de haber pagado dividendos de cierta cantidad en los cinco últimos años o, de lo contrario, haber ganado una cantidad igual a la misma. Esta provisión cae en el error de los otros estatutos que inducen al pago de dividendos no obtenidos. La idea progresista aparece en el lado opuesto de la provisión, que exime del pago de dividendos mientras no se hayan obtenido.

¹⁰⁸ CF. el testimonio del presidente del New Haven en diciembre de 1936, en la investigación de la Interstate Commerce Commission de esa vía, admitiendo que en 1931 se habían pagado dividendos con el fin de mantenerlos «legales» y avisando de otras vías que habían pagado dividendos inmerecidos presumiblemente por el mismo motivo (véase el *New York Times* del 3 de diciembre de 1936). Como ejemplo mucho más antiguo, véase la discusión de Dewing sobre el pago de dividendos inmerecidos por el Boston and Maine Railroad en 1911-1913, para mantener la legalidad de sus bonos (*Financial Policy of Corporations*, 3. ed. revisada, p. 609n). También nuestra referencia a el Wabash-Ann Arbor en 1930, p. 447n.

Relación de los beneficios con los requisitos de intereses

El inversor actual está acostumbrado a contemplar el ratio de beneficios-intereses como la prueba específica más importante de seguridad. Hay que esperar, por lo tanto, que cualquier legislación detallada que gobierne la selección de inversiones en bonos incluya, con seguridad, unos requisitos mínimos respecto de este factor fundamental.

Sin embargo, la mayoría de estatutos se ocupan de este aspecto solo de manera fragmentaria e inadecuada. Las legislaciones se han fiado en buena parte de sus requisitos en cuanto al historial de dividendos de las empresas para asegurar una rentabilidad satisfactoria.¹⁰⁹ Como acabamos de señalar, este criterio está abierto a graves objeciones. La superioridad del estatuto de Nueva York es clara, sobre todo en dos provisiones: primero, en su reconocimiento de la importancia primordial de un historia adecuada de beneficios; segundo, en su tratamiento continuado del total de cargos fijos de una empresa como unidad indivisible.

Requisitos de la ley neoyorquina. Los requisitos de la ley de Nueva York respecto de la cobertura de beneficios se puede resumir del siguiente modo:

En el caso de bonos hipotecarios de ferrocarriles (o fondos colaterales de bonos equivalentes) y de obligaciones de maquinaria de ferrocarriles, la empresa debe haber ganado sus cargos fijos 1,5 veces en cinco de los seis años inmediatamente precedentes, incluyendo el último año. Si no se han pagado dividendos tal y como estaba estipulado, entonces el período se establece en nueve de los diez años precedentes.

En el caso de otro tipo de bonos de ferrocarril, por ejemplo, certificados de deuda, *income obligations*, etc., los cargos fijos (más los intereses sobre los *income bonds* de haberlos) deberán ganarse tanto en el último año como en cinco de los seis precedentes. En esta categoría, los requisitos en cuanto a pago de dividendos son aparentemente absolutos y, por tanto, no se admite ningún tipo de sustitución.

Tres fases en la cobertura de beneficios: 1. Método de cálculo. Al analizar estas provisiones estatutarias, hay tres elementos que merecen ser tenidos en cuenta. El primero es el método de cálculo de la cobertura de beneficios; el segundo es la cantidad de cobertura necesaria; el tercero, el período necesario para hacer la prueba.

El método de las deducciones previas. Hay varios métodos de uso

¹⁰⁹ Vermont, por ejemplo, permite invertir en bonos de los ferrocarriles de Nueva Inglaterra sin ningún test de beneficios; en el caso de otras vías, los cargos fijos no deben sobrepasar el 20% del negocio bruto. En ambos casos se requiere un historial de pago de dividendos continuo.

común para calcular y determinar la relación de los beneficios con los intereses. Uno de ellos (que puede llamarse *método de las deducciones previas*) es estatalmente inaceptable. Sin embargo, antes de 1933, era el método seguido por la mayoría de casas emisoras en las circulares en que se ofrecían bonos júnior, porque presenta siempre un resultado engañosamente sólido. El método consiste en deducir primero los cargos previos de las ganancias y luego calcular el número de veces que los requisitos júnior quedan cubiertos por el balance. El siguiente recuadro muestra tanto el propio método como su absurdidad intrínseca:

La empresa A tiene 10.000.000 dólares de primera hipoteca, bonos al 5% y 5.000.000 dólares de bonos al 6% de certificados de deuda.

Sus beneficios medios son1.400.000 dólares

Deducción de intereses de los First 5s.....500.000 ganados 2,8 veces

Balance certificados de deuda 6s.....900.000 dólares

Interés sobre certificados de deuda 6s.....300.000 dólares 3 veces

Una circular que ofrece una emisión de certificados de deuda del 6% podría probablemente afirmar que «tal como se indica arriba» los intereses quedan cubiertos tres veces. Sin embargo, hay que señalar que el interés de los First 5s se cubre solo 2,8 veces. Lo que se derivaría de estas es que la emisión júnior está mejor protegida que la sénior, lo cual es absurdo. El hecho es que los resultados indicados para los bonos júnior a través de este método de las deducciones previas son engañosos y carecen totalmente de valor. Una de las consecuencias favorables de la Securities Act de 1933 fue el abandono de este método indefendible para afirmar la cobertura de intereses en las nuevas ofertas de bonos. Y aparentemente no fue debido a ninguna prohibición específica por parte del estatuto o de las regulaciones de la SEC sino más bien al deseo de evitar el riesgo de multas por engaños.

Algunas circulares canadienses ofrecen bonos que siguen utilizando el método de las deducciones previas, como la Famous Players Canadian Corporation, Ltd., First and Collatera! Trust Bonfs, Series A, ofrecida en junio de 1936.

Método de las deducciones acumulativas. El segundo procedimiento puede llamarse *método de las deducciones acumulativas*, por el cual los intereses de un bono júnior se consideran siempre en conjunción con cargos anteriores y equivalentes. En el ejemplo dado, el interés de los certificados de deuda 6s se calcularía como ganado 1 V.» veces, lo que resulta de dividir los cargos combinados de ambas emisiones, es decir, 800.000 dólares, y entre los beneficios disponibles de 1.400.000 dólares. Sin embargo, los intereses de la primera hipoteca puede decirse que se han ganado 2,8 veces, puesto que en este método, el interés del bono júnior de

la emisión analizada queda fuera del análisis. La mayoría de inversores considerarían esta opción totalmente sólida, y el procedimiento ha sido prescrito específicamente por una serie de estados, en sus leyes específicas que regulan la idoneidad de bonos para la inversión en bancos/cajas de ahorro.¹¹⁰

Método de las deducciones totales o «globales». En un capítulo anterior enfatizamos la importancia de la capacidad de una empresa de cumplir con todas sus obligaciones fijas, porque la insolvencia, como resultado de la mora de un derecho júnior, responde a la desventaja de los titulares de bonos de hipoteca previa. Un inversor solo puede estar seguro de su posición si los intereses totales están cubiertos. Por lo tanto, la manera conservadora y aconsejable de calcular la cobertura de intereses ha de ser siempre el método de las deducciones totales, es decir, la cifra de control ha de ser el número de veces que se cubren todos los cargos fijos. Eso significaría que para analizar todos los bonos de interés fijo de cualquier empresa se utilizaría el mismo ratio de beneficios, ya sean derechos júnior o sénior. En el ejemplo anterior, el ratio sería de 1Vi, aplicado a los First 5s o a los certificados de deuda 6s. En circulares de bonos e informes anuales este método se conoce comúnmente como «base global» para calcular la cobertura de intereses.¹¹¹

No hay que olvidar que los cargos fijos excluyen los intereses de los *income bonds*, que son una carga contingente. También se utilizan las expresiones «intereses» y «deuda en bonos» para referirse solo a los bonos de interés fijo, a menos que el contexto indique lo contrario.

Por supuesto, no hay motivo por el que la cobertura de un bono sénior no deba calcularse también con el método de las deducciones acumulativas y, si esta cobertura es muy amplia, podrá considerarse una ventaja añadida a favor de la emisión. No obstante recomendamos que al aplicar cualquier requisito mínimo concebido para probar la solvencia de la empresa, se tengan siempre en cuenta los cargos fijos totales. El estatuto

¹¹⁰ Véase, por ejemplo, *Maine*, sec. 27, cap. 57 de los Estatutos Revisados, tal como se enmiendan en el cap. 222 de Public Laws 1931, subsecciones VI, VII y VIII que tratan de las obligaciones de empresas de ferrocarriles de vapor, suministros y teléfono. Encontramos provisiones similares en los estatutos de Vermont relativos a los bonos de suministros. New Hampshire permite el *método de las deducciones acumulativas* para los bonos de empresas de ferrocarril y suministros; pero, curiosamente, requiere el método de las deducciones totales en el caso de los bonos de empresas de teléfono y telégrafos.

¹¹¹ Las expresiones «ratio de beneficios», «por el interés obtenido» y «cobertura de intereses» tienen el mismo significado. La afirmación «el interés se cubre 1³/₄» veces se entiende mejor que la expresión equivalente, utilizada a veces, que «el factor de seguridad es del 75%» y debemos advertir del uso continuado de la primera expresión. Hay autoridades que han utilizado la expresión «margen de seguridad» para expresar el ratio del balance después de intereses con los beneficios disponibles para intereses. Ejemplo: si el interés está cubierto 1 3/4 veces, el margen de seguridad será $\frac{3}{4} / 1 \frac{3}{4} = 42 \frac{6}{7}\%$.

de Nueva York se ha adherido siempre a esta posición, y por ello creemos que merece ser aprobado y seguido.

2. Requisitos mínimos para la cobertura de beneficios. La preferencia concedida por el estatuto de Nueva York a los bonos de ferrocarril sobre los de suministros ya no está justificada, y el historial más reciente de ambos grupos sugiere que sus posiciones relativas han de invertirse. Hay que añadir también una cifra mínima para los bonos industriales, que claramente han de clasificarse por encima de los de suministros o ferrocarriles. Teniendo en cuenta estos aspectos, recomendamos los siguientes requisitos mínimos para la cobertura de cargos fijos totales:

Suministros.....	1 ³ /4 veces
Ferrocarriles.....	...2 veces
Industriales.....	3 veces

3. Período comprendido por el test de beneficios. Nuestro resumen de las disposiciones de Nueva York relativas a la cobertura de beneficios señalaba que el promedio de cinco años se utiliza en el caso de emisiones de suministros. Sin embargo, para los bonos de ferrocarriles, el margen mínimo estipulado se cifra en cinco años de los últimos seis. En cualquier caso, el mínimo se ha de cumplir en el año inmediatamente anterior a la fecha de la inversión.

Requisitos como esos dos últimos resultan fáciles de promulgar, pero en un entorno económico sujeto a la recurrencia de crisis graves, estos se adecúan escasamente a las realidades de la inversión en bonos. Si una peculiaridad del negocio en general ha de ser pasar ocho años de prosperidad o normalidad seguidos de dos sin beneficios, el efecto de estas normas sería incentivar la inversión en bonos (a precios altos) durante los buenos tiempos, e impeler a su venta (a precios bajos) durante las crisis.¹⁰

En nuestra opinión, la única aplicación práctica rígida de un criterio de ganancias mínimas ha de hacerse sobre los resultados medios de un período de tiempo.

¹⁰ La impracticabilidad de estas provisiones del estatuto de Nueva York queda más patente por el hecho de que entre 1931 y 1937, ambos inclusive, se consideró necesario aplicar enmiendas anuales con el fin de excluir los resultados de 1931 a 1936 del test de beneficios. Esta moratoria acabó en abril de 1938, momento en el que se eliminaron más de 3.000.000.000 de dólares en valor nominal de bonos de ferrocarril de la lista de aptos. Una nueva moratoria retiene bonos de empresas de transportes que han ganado intereses dos veces en el último año y en cinco de los últimos seis.

Un promedio de cinco años, tal como prescribe el estatuto en el caso de bonos de suministros, parecería demasiado breve en cualquier circunstancia, y debemos sugerir un período de siete años como parámetro más adecuado. Pero este se podría acortar de alguna manera para excluir años claramente anómalos (el período de seis años 1934-1939 probablemente sería un margen de prueba más justo que los siete años entre 1933 y 1939).

Si el test se ha hecho, por ejemplo, en 1934 o 1935, habría sido más conveniente utilizar un lapso de diez o incluso doce años para evitar dar una importancia indebida a los años de crisis grave. Las consideraciones prácticas sugieren que hacer el promedio en años de grandes déficit experimentados por algunas empresas industriales durante 1931-1933 podrían dar una cifra de cobertura de beneficios demasiado baja como para ser representativa de la situación actual, incluso si se tomara la media de un período prolongado. Esta dificultad puede superarse, de manera arbitraria, tomando como cifra de los años deficitarios el cero, en lugar de la cifra negativa real.

Ejemplo: Cobertura de interés de Fairbanks Morse Company Debenture 42, vencimiento en 1956, a principios de 1938.

Intereses 1937	232.000 \$
Beneficios después de intereses e impuestos, 1937.....	2.148.000
Intereses obtenidos en 1937	10,2 veces
Beneficios totales después de intereses, 1928-1930 y 1934-1937	11.740.000
Déficit totales después de intereses, 1931 -1933.....	8.873.000
Ingresos anuales después de intereses, 1928-1937.....	287.000
Cobertura de 10 años de los intereses de 1937.....	2,2 veces
Base alternativa para calcular la cobertura de 10 años:	
Promedio beneficios 10 años después de intereses, contando	
1931 -1933 como cero.....	1.174.000 \$
Cobertura revisada 10 años de intereses de 1937.....	6,1 veces
Ratio acciones-capital.....	3,42 \$ de acciones en el mercado por cada 1 \$ de bonos en valor nominal

El segundo promedio, revisado, ha de considerarse un reflejo más realista de la rentabilidad de la empresa que el promedio directo de diez años, que no alcanza a cumplir nuestro requisito mínimo. Confiamos, sin

embargo, en que a partir de 1940 será posible utilizar promedios de siete años, o más, sin tener que hacer frente a un problema similar.

Otros factores del historial de beneficios. Existen, por supuesto, otra serie de aspectos de los beneficios que el inversor debería tener en consideración. Entre ellos cabe destacar la tendencia, la cifra mínima y la cifra circulante. La importancia de cada una es indiscutible, pero no se prestan efectivamente a la aplicación de normas rígidas. En este caso, como en el tema de los productos hipotecarios antes comentados, hay que distinguir entre los pocos factores que se pueden englobar con éxito con normas claras y de aplicación universal, y los muchos otros que se resisten a una formulación tan precisa y que, sin embargo, han de ser tenidos en cuenta por el cálculo del inversor.

Los factores desfavorables se pueden compensan El método práctico de tratar con elementos de este último tipo se puede ilustrar en este apartado del resultado de beneficios. Los inversores han de exigir un promedio al menos igual al criterio mínimo. Además, serán atraídos por: (a) una tendencia al alza de los beneficios; (b) un resultado especialmente bueno del circulante y (c) un margen satisfactorio sobre los intereses en cada año durante el período estudiado. Si un bono es deficiente en alguno de estos tres aspectos, el resultado no ha de ser necesariamente condenar el bono, sino más bien exigir una cobertura de los beneficios medios muy superior a la mínima y requerir una atención mayor a los elementos generales o cualitativos de la situación. Si la tendencia ha sido desfavorable, o la última cifra por sí sola ha sido decididamente pobre, está claro que el inversor no debe aceptar el bono a menos que los beneficios medios hayan sido significativamente superiores al requisito mínimo y a menos que tenga un fundamento sólido para creer que la tendencia a la baja o la actual subida no parece que vaya a continuar indefinidamente. No hace falta decir que la cantidad por la que hay que aumentar el promedio con el fin de compensar la tendencia desfavorable o el resultado actual es un tema que determinará el criterio del inversor y que no puede desarrollarse mediante una fórmula matemática.

La relación de la rentabilidad por cupones con la cobertura de beneficios. La teoría de la cobertura de beneficios se complica por el hecho aritmético de que la cobertura varía de forma inversa al tipo de interés. Dados los mismos beneficios, el interés de un bono al 3% se ganaría el doble de veces que si fuera del 6%. Considérese la siguiente comparación:

	Empresa suministros A	Empresa suministros B
Beneficios para intereses	600.000 dólares	600.000 dólares
Intereses	(3% sobre 10.000.000 dólares)	(5½% sobre 10.000.000 dólares)
	300.000	550.000
Veces interés obtenido	2,00	1,09

La diferencia en rentabilidad por sí sola hace que la empresa A supere nuestro test de cobertura de beneficios, mientras que la empresa B apenas gane sus intereses. Este punto puede suscitar varias preguntas, del tipo: (1) ¿Puede considerarse un bono seguro por el simple hecho de tener un bajo interés? (2) ¿Cuál sería el efecto sobre esta seguridad de una subida de los tipos de interés generales? (3) ¿Son los bonos de la empresa A una compra de inversión más sólida que los de la empresa B? Intentemos responder a estas preguntas brevemente y por orden:

I. Efecto de la rentabilidad por cupones sobre la seguridad. La seguridad, en el sentido técnico de la seguridad del pago continuo de intereses, puede ciertamente crearse o destruirse variando la rentabilidad por cupones. No es factible pensar en un bono al 5 1/2% como algo seguro respecto a un interés del 3% e inseguro respecto al 2 1/2% adicional. La seguridad de los intereses es un concepto indivisible y debe aplicarse a todo el cargo de intereses, debido a que la incapacidad de pagar parte de los intereses contractuales —o incluso un interés júnior— provocaría dificultades financieras. Estas, a su vez, significarían la destrucción, al menos temporal, del estatus inversor.

La seguridad en el sentido de mantenimiento del valor del capital puede también crearse a través de un bajo tipo de interés, siempre y cuando este tipo se considere permanente, es decir, que dure al menos hasta el vencimiento o durante muchos años más. Si el tipo del 3% es permanente, los beneficios de 600.000 dólares deberían permitir a la empresa A refinanciar sus bonos hasta el vencimiento, y también han de mantener el precio de mercado de los bonos no muy lejos de su valor nominal.

Hay que tener en cuenta el hecho de que el tipo de interés tiende a variar de forma inversa a la capacidad de la empresa de pagarlo. Una empresa fuerte toma prestado a un tipo bajo, aunque podría permitirse pagar más que una empresa débil. Eso significa que el propio «buen crédito» produce «mejor crédito» a través de su propio ahorro en intereses, mientras que lo contrario es igualmente cierto. Aunque eso pueda parecer paradójico e injusto, ha de aceptarse como una realidad en el análisis financiero.

2. *Efecto de una subida de tipos de interés sobre la seguridad.* Una subida general de tipos de interés no afectaría la capacidad de una empresa de cumplir sus intereses durante la vida de sus bonos de bajo interés. Pero si estos vencen en poco tiempo, la empresa se enfrentará al problema de refinanciarse a un tipo más alto, a cuyo efecto sus beneficios deberán mostrar un margen adecuado por encima del tipo más elevado. Por otro lado, si el vencimiento es distante, el precio de mercado de estos y otros bonos bajará considerablemente en caso de que el tipo de interés general experimente una subida notable. (Adviértase que el índice Dow-Jones de precios de bonos bajó un 30% entre 1917 y 1920, reflejando una subida de los tipos de interés.)

Se deduce, por lo tanto, que la seguridad del capital, en el sentido de mantenimiento del valor de mercado, quedará afectada negativamente en el caso de bonos a largo plazo si se produce una fuerte subida de los tipos de interés.¹¹² La seguridad del capital de la deuda a corto plazo puede verse afectada negativamente por tal subida de tipos de interés si la cobertura de beneficios no supera nuestro mínimo por un margen cómodo.

La conclusión práctica debe ser que si el inversor considera probable una subida de los tipos de interés, no debe comprar bonos de *cupón bajo* a largo plazo por muy sólida que sea la empresa; y debe comprar emisiones a corto plazo solo si las ganancias pueden cubrir un alto cupón con un margen adecuado. Si, por el contrario, está convencido de que se van a mantener los tipos de interés bajos, puede aceptarlos de la misma manera que los tipos altos fueron antes aceptados. Si no está decidido respecto del futuro de los tipos de interés, lo más conveniente sería limitar la inversión a los bonos de vencimiento relativamente corto (por ejemplo, a no más de diez años) y también aumentar su requisito de beneficios mínimos para compensar la menor rentabilidad por cupones.

3. *Atractivo de los dos bonos.* Nuestra tercera pregunta está relacionada con el atractivo comparado de los bonos al 3% de la empresa A y de los bonos al 5 1/2% de la empresa B. Por pura lógica, el bono del 5 1/2% ha de ser más deseable que el del 3%, puesto que el titular del bono del 5 1/2% siempre podría ejercer su derecho sobre el 2 1/2% extra sobre una base contingente y, por lo tanto, hacer que el margen de su empresa por encima de los cargos fijos sea el mismo que el de la empresa A. No obstante, en la práctica, tal reducción de intereses fijos se hará probablemente solo después de que el emisor experimente problemas financieros, que a su vez provocarán una caída notable en el precio de mercado de la emisión. De modo que, en la práctica, es posible que el titular del bono al 3% obtenga

¹¹² La excepción serían los bonos de cupón alto, cuyo precio se había mantenido bajo por un rasgo rescatable.

un resultado mejor que el del bono al 5 1/2%.

Sin embargo, la incoherencia evidente que contiene nuestro ejemplo ha de servir de advertencia al inversor para que no pague cerca del valor nominal por un bono al 3% sobre los resultados de la empresa A, a menos que esté totalmente convencido de la permanencia de unos tipos de interés muy bajos. (Indicará también que hay ciertas oportunidades especulativas intrínsecas en un bono de la empresa B si se está vendiendo a un precio muy bajo, debido al bajo margen por encima de sus altos cargos de interés, sobre todo si se espera que se mantengan los bajos tipos de interés.)

Capítulo 10

Criterios específicos para la inversión en bonos (continuación)

Relación del valor de la propiedad con la deuda

En el capítulo 6 señalábamos que la solidez de la típica inversión en bonos depende de la capacidad de la corporación emisora de satisfacer sus deudas más que del valor de la propiedad sobre la cual los bonos tienen un derecho. Este principio se aleja de manera natural del establecimiento de cualquier test general de seguridad de bonos basado en el valor de los bienes hipotecados, porque su valor no está afectado por el éxito o el fracaso de la propia empresa.

Si enunciamos el problema de manera distinta no consideramos que en el caso del típico bono de una corporación normal —ya sea de ferrocarril, de suministros o industrial— fuera ventajoso estipular ninguna relación mínima entre el valor de la propiedad física comprometida (considerada en su coste original o de reproducción) y la cantidad de deuda. Sobre este aspecto discrepamos de las disposiciones estatutarias en muchos estados (incluido el de Nueva York) que reflejan el énfasis tradicional en los valores de las propiedades. La ley de Nueva York, por ejemplo, no admite como idóneo un bono eléctrico, de gas o de teléfono a menos que esté asegurado por una propiedad que tenga un valor $66\frac{2}{3}\%$ superior a la emisión de bonos. El valor es presumiblemente valor contable, que bien puede ser el coste original en dólares menos la depreciación, o que puede tratarse de un valor más o menos artificial establecido como resultado de una tasación.

Tipos especiales de obligaciones: 1. Obligaciones de equipos. Consideramos que el valor nominal de las propiedades de suministros públicos —y también de los ferrocarriles y de la típica planta industrial— no es ninguna guía para determinar la seguridad de las emisiones de bonos aseguradas por las mismas. Sin embargo, hay varios tipos especiales de obligaciones cuya seguridad depende en gran medida de los bienes que las aseguran, a diferencia del valor del negocio de la empresa en su conjunto.

La obligación más característica es tal vez el certificado de deuda por equipos ferroviarios, asegurado por el título de locomotoras, vagones de carga o de pasajeros, y por la entrega en garantía del préstamo bajo el cual la empresa ferroviaria está usando el material. El historial inversor de estas obligaciones por equipos es muy satisfactorio, sobre todo porque hasta hace poco los problemas financieros más graves de la línea emisora raramente habían impedido el pronto pago de intereses y capital.¹¹³ La principal razón de estos buenos resultados es que la propiedad específica garantizada es móvil y utilizable por parte de otras empresas, por lo cual goza de un valor de venta independiente similar al de los automóviles, las joyas y otros elementos sobre los que se efectúan préstamos personales. Aún cuando hay grandes dificultades para vender el inventario rodante a otra compañía ferroviaria a un precio razonable, esta movilidad sigue otorgando a la obligación por equipos una gran ventaja sobre las hipotecas de la propia empresa ferroviaria. Ambos tipos de propiedad son esenciales para la explotación de la línea, pero el titular del bono no tiene más alternativa que permitir al prestatario explotar su propiedad, mientras que el titular del derecho sobre el material puede al menos amenazar con llevarse el inventario rodante. La posesión de esta alternativa es lo que en la práctica ha demostrado ser de valor esencial para el propietario de certificados de equipos porque casi ha inducido a los titulares, incluso de primeras hipotecas sobre la propia vía, a subordinar su derecho.

Se deduce de ello que el titular de certificados de deuda por la compra de equipos tiene dos fuentes distintas de protección, una que es el crédito y el éxito de la línea prestataria, y otra que es el valor del inventario rodante comprometido. Si este último valor está lo suficientemente por encima del dinero que ha prestado, es posible que pueda ignorar por completo el factor primero o de crédito, de la misma manera que un agente de empeños ignora la situación financiera del individuo al que presta dinero y se conforma con apoyarse exclusivamente en la propiedad comprometida.

Las condiciones en las que se crean los certificados de deuda por compra de material proporcionan normalmente un alto grado de protección al comprador. Las formas legales están diseñadas para facilitar el respeto de los derechos del titular en caso de morosidad. En prácticamente todos los casos, al menos un 20% del coste del material lo proporcionan los ferrocarriles, y, por lo tanto, la cantidad de las obligaciones no supera el 80% del valor de la propiedad que comprometen. El capital suele ser pagable en quince plazos anuales iguales, empezando un año después de la emisión, de modo que la cantidad de deuda se reduce más rápido de lo que requeriría la depreciación ordinaria.

¹¹³ Véase nota 17 del Apéndice, información sobre el historial inversor de tales emisiones.

La protección concedida al titular del certificado por estos arreglos ha ido disminuyendo durante los últimos años, debido en parte a la caída de los precios de las materias primas que ha provocado unos valores de reproducción (y, por tanto, vendibles) muy por debajo del coste original, y también a la menor demanda de equipos, ya sean nuevos o usados, debido al menor tráfico gestionado. Desde 1930, ciertos ferrocarriles en suspensión de pagos (como Seabom Air Line y Wabash) han pedido a los titulares de certificados de equipos que estaban a punto de vencer que prolongaran la fecha de vencimiento por un breve período, o que los sustituyeran por certificados de fideicomiso o de síndicos de quiebra con un menor cupón. En el caso único de una emisión del Florida East Coast Railway (Serie D), los síndicos permitieron que los titulares de deuda por compra de material recuperasen el material comprometido y lo vendieran, aunque este parecía ser de menos valor del que aseguraban otras series. En este caso los titulares recuperaron solo 43 centavos por dólar de la venta y tienen un juicio de desaprobación (de valor dudoso) contra la línea por el resultado. Estas maniobras y pérdidas sugieren que las alegaciones de «seguridad casi absoluta» hecha a favor de las emisiones por compra de equipos deberán moderarse; sin embargo, no se puede negar que esta forma de inversión goza de una ventaja positiva y considerable a través de la convertibilidad de los activos comprometidos.¹¹⁴ (Esta afirmación se podría apoyar con una referencia concreta a la venta en noviembre de 1939 de las Chicago and North Western New Equipment Trust *1 1/2s*, con vencimiento en 1940-1949, a precios con un rendimiento solo del 0,45 al 2,35% a pesar de que todas las emisiones hipotecarias de la línea estaban entonces en mora.)

2. Bonos negociables respaldados por activos colaterales. Este tipo de bonos son obligaciones aseguradas por el compromiso de acciones u otros bonos. En el caso típico, el colateral consiste en bonos de la misma empresa prestataria o en bonos o acciones de corporaciones subsidiarias. Por lo tanto, el valor realizable del colateral depende normalmente en buena medida del éxito del conjunto de la empresa. Si embargo, en el caso de las emisiones negociables respaldadas por empresas inversoras, algo reciente, puede decirse que el titular tiene un interés primario en el valor de mercado de los productos comprometidos, de modo que es muy posible que en virtud de las condiciones protectoras establecidas en el contrato esté totalmente a salvo por condiciones que significan la extinción virtual para los accionistas. Este tipo de bono colateral puede clasificarse, por tanto, en el mismo rango que las obligaciones por compra de material como excepciones a nuestra regla general que el comprador de bonos ha de fiarse principalmente de la prosperidad de la empresa y no en la

¹¹⁴ Véase nota 19 del Apéndice, comentarios y datos de apoyo.

propiedad específicamente comprometida.

Pasando de la forma a la sustancia, podemos señalar que esta particularidad es esencialmente válida también para las obligaciones del tipo certificado de deuda, puesto que existe poca diferencia si la cartera está físicamente comprometida por un fideicomiso o bajo un contrato colateral, o si está sujeta a una corporación obligada por el derecho de los titulares de certificados de deuda. Normalmente, los certificados de deuda están protegidos por provisiones adecuadas contra el aumento de la deuda y, a menudo, también por un pacto que requiere que el precio de mercado de los activos de la empresa se mantenga a un porcentaje determinado por encima de la cantidad nominal de los bonos.

Ejemplo: la Rebanee Management Corporation Debenture 5s, con vencimiento en 1954, es un ejemplo del funcionamiento de estas provisiones protectoras. La compañía en conjunto era muy poco próspera, como se muestra claramente por un declive en el precio de las acciones de 69 en 1929 a 1 en 1933. En el caso de la emisión ordinaria de bonos, tal caída en el valor de la acción habría significado casi una morosidad segura y una gran pérdida de capital. Sin embargo en este caso, el hecho de que los activos pudieran convertirse rápidamente en líquido dio importancia a los pactos protectores que había detrás de los certificados de deuda. Hizo posible e impulsó la recompra por parte de la empresa de más de tres cuartos de la emisión, e incluso forzó a los accionistas a aportar capital adicional para dar valor a un déficit de activos por debajo de los requisitos del contrato. Esto dio como resultado que los bonos se vendieran hasta a 88 en 1932, cuando las acciones se vendían a solo $2\frac{1}{2}$. El balance de la emisión fue cancelado a 10474 en febrero de 1937.

En el capítulo 18, dedicado a los pactos protectores, hablaremos de una emisión de bonos colaterales de una empresa inversora (Financial Investing Company), y mostraremos cómo la fortaleza intrínseca de estas obligaciones se ve mermada a menudo —innecesariamente, en nuestra opinión— por las vacilaciones al reivindicar los derechos de los titulares de bonos.

3. Bonos de empresas inmobiliarias. Mucho más importante que estos dos tipos anteriores de productos financieros es el amplio terreno de las hipotecas de fincas y de los bonos hipotecarios. Estos últimos representan una participación de tamaño conveniente en grandes hipotecas individuales. No hay duda de que en el caso de tales obligaciones el valor de la finca y los inmuebles comprometidos es de importancia capital. El préstamo ordinario sobre fincas hecho por un inversor experimentado se basa principalmente en sus conclusiones en cuanto al valor equitativo de la propiedad ofrecida como producto financiero. Sin embargo, a nosotros nos

parece que en un sentido amplio los valores que hay detrás de las hipotecas inmobiliarias son valores de negocios en marcha, es decir, que derivan fundamentalmente de la rentabilidad de la propiedad, ya sea real o supuesta. En otras palabras, el valor de los activos comprometidos no es algo diferenciado de la prosperidad de la empresa (como posiblemente fuera el caso de un certificado de deuda por la compra de equipos ferroviarios), sino que es más bien idéntico.

Este punto puede aclararse aún más si hacemos una referencia a la forma más típica de préstamo inmobiliario, una primera hipoteca sobre la vivienda principal de una familia. En condiciones normales, una casa que costara 10.000 dólares tendría un valor de alquiler (o un valor equivalente para un propietario-inquilino) de unos 1.200 dólares anuales, y daría una rentabilidad neta de unos 800 dólares después de cubrir los impuestos y otros gastos. Un primer préstamo hipotecario basado en un banco de ahorro, es decir, por el 60% del valor, o 6.000 dólares, estaría por tanto protegido por una rentabilidad normal de más del doble de los requisitos de intereses. Dicho de otra manera, el valor de alquiler podría sufrir una disminución de más de un tercio antes de que la capacidad de cubrir los intereses quedara afectada. De ahí los motivos hipotecarios según los cuales —sea cual sea la capacidad del propietario de la casa de pagar los cargos implicados—, siempre se puede encontrar un inquilino que alquile o un comprador para que se haga cargo de al menos lo suficiente como para cubrir su préstamo del 60%. (Como contrapartida, puede señalarse que, de una planta industrial típica que cueste 1.000.000 dólares y que esté cubierta por bonos por un valor de 600.000 dólares, no puede esperarse que se venda o se alquile el precio suficiente como para cubrir la hipoteca al 5% si la empresa emisora de los bonos ha caído en bancarrota.)

Relación entre valor de la propiedad y rentabilidad. Este ejemplo muestra que en condiciones normales existentes en el ámbito de la vivienda, oficinas y comercios, el valor de la propiedad y el de alquiler van de la mano. En este sentido, resulta del todo irrelevante si el prestamista considera la propiedad hipotecada como algo con valor vendible o como algo rentable equivalente a un negocio en marcha. Hasta cierto punto, eso resulta válido también para los solares vacíos y las viviendas o comercios sin ocupar, puesto que el valor de mercado de estos está muy relacionado con la renta esperada una vez hayan sido rehabilitados o alquilados. (Sin embargo, eso es del todo falso cuando se trata de edificios construidos con un objetivo determinado, como fábricas y similares.)

Carácter engañoso de los peritajes. Lo dicho anteriormente resulta importante en cuanto a la actitud correcta que el inversor potencial en bonos inmobiliarios ha de tener hacia los valores de propiedad que se anuncian en las emisiones que se le presentan. Durante el gran y

desastroso desarrollo del negocio de los bonos hipotecarios inmobiliarios entre 1923 y 1929, los únicos datos presentados de manera habitual para apoyar la frecuente oferta de bonos —además de un cálculo de los beneficios futuros— era un informe sobre el valor estimado de la propiedad, que prácticamente equivalía a un 6673% por encima de la emisión hipotecaria. Si estos peritajes hubieran correspondido a los valores de mercado que los compradores o arrendadores experimentados de fincas pondrían de sus propiedades, hubieran sido de utilidad real en la selección de bonos inmobiliarios sólidos. Pero, por desgracia, eran valoraciones puramente artificiales, a las cuales los peritos estaban dispuestos a poner sus nombres a cambio de unos honorarios, y cuya única finalidad era la de engañar al inversor con respecto a la protección que estaba recibiendo.

El método seguido por estos peritajes era la capitalización sobre una base liberal de la renta que se esperaba que fuera devuelta por la propiedad. De esta manera, a un edificio que costara 1.000.000 dólares, incluyendo cargos libres de financiación, se le otorgaba un valor peritado de 1.500.000 dólares. De esa forma, una emisión de bonos podía presentarse por casi el coste total del negocio, de modo que los constructores o promotores conservaran el patrimonio neto (es decir, la propiedad) del edificio, sin invertir un céntimo, y, por si fuera poco, en muchos casos, con un suculento beneficio en efectivo.¹¹⁵ Todo este montaje de financiación inmobiliaria se caracterizaba por sus numerosas flaquezas, y es lamentable que, con la falta de principios, de solidez y del sentido común más elemental por parte de todos los implicados, se permitiera que alcanzara unas dimensiones tan enormes antes de su inevitable hundimiento.¹¹⁶

Alquileres anómalos como base de la tasación. Desde luego, era cierto que la escala de alquileres que predominaba en 1928-1929 iba a comportar una elevada tasa de ingresos sobre el coste de una nueva operación inmobiliaria. Sin embargo, esta condición no podía interpretarse propiamente como hacer un edificio nuevo que inmediatamente valiera un 50% más de su coste real. No obstante, este alto rendimiento iba a ser solo temporal, puesto que no podía evitar estimular la construcción de más y más edificios hasta que una sobreoferta de espacio construida provocara el hundimiento en la escala de alquileres. Esta saturación de la construcción

¹¹⁵ La 419-4th Avenue Corporation (edificio Bowker) presentó una emisión de 1.230mill dólares en bonos en 1927 con un capital accionario pagado de solo 75.000 dólares. (Por este proceso familiar, el solar y el edificio que costaban aproximadamente 1.3mill dólares fueron tasados en 1.897.788 dólares.) En 1931-1932, la morosidad y la suspensión de pagos resultaron inevitables.

¹¹⁶ Véase en la nota 19 del Apéndice, el informe del Real State Securities Committee of the Investment Bankers Association of America, comentando la morosidad en este campo.

fue la causa más difícil de detener porque era posible seguir edificando sin correr riesgos por parte del propietario, que conseguía todo el dinero necesario a través de la financiación.

Deuda basada en los costes excesivos de la construcción. Un resultado colateral de este exceso de construcción fue el aumento de los costes hasta niveles inusualmente altos. De modo que ni siquiera un préstamo aparentemente conservador realizado en 1928 o 1929, en una cantidad que no superara dos tercios del coste real, tenía el grado adecuado de protección por el peligro evidente (comprendido a posteriori) de que una caída grave en los costes de la construcción redujera los valores fundamentales a una cifra por debajo de la cantidad prestada.

Debilidad de los inmuebles especializados. Una tercera debilidad de la inversión en bonos inmobiliarios residía en la falta total de discriminación entre varios tipos de proyectos constructores. El préstamo inmobiliario típico o habitual se había hecho antes sobre una casa, y su virtud específica estaba en que había un número indefinidamente amplio de compradores o arrendadores potenciales a los que recurrir, de modo que siempre había la posibilidad de deshacerse del mismo haciendo alguna concesión moderada con respecto a la escala de valores del momento. Una situación parecida y conocida se presenta normalmente en el típico edificio de apartamentos, u oficinas o comercios; sin embargo, cuando un edificio se construye con alguna función específica, como un hotel, un parking, una discoteca, un hospital, una iglesia o una fábrica, pierde su característica de rápida disponibilidad y su valor queda vinculado al éxito de la empresa particular para cuyo uso se había pensado inicialmente. De este modo, los bonos hipotecarios sobre este tipo de estructuras no son realmente bonos inmobiliarios en el sentido aceptado, sino más bien préstamos extendidos a un negocio y, como consecuencia, su seguridad ha de juzgarse mediante todos los tests rigurosos que atañen a la compra de una obligación industrial.

Este aspecto se olvidó por completo durante la fiebre de la financiación inmobiliaria que precedió a la caída de valores inmobiliarios. Se presentaron bonos para construir hoteles, parkings y hasta hospitales con prácticamente las mismas bases de los préstamos hechos sobre edificios de viviendas. En otras palabras, una tasación que indicara un «valor» de la mitad y hasta dos tercios más que la emisión de bonos estaba considerada prácticamente suficiente para establecer la seguridad del préstamo. Sin embargo, cuando tales operaciones demostraron ser un fracaso comercial y fueron incapaces de pagar sus intereses, los titulares de bonos «inmobiliarios» no estaban mucho mejor que los titulares de una hipoteca

sobre una propiedad de ferrocarriles o de una fábrica que no eran rentables.¹¹⁷

Engaño en los valores basados en las rentas iniciales. Hay que señalar otra debilidad relacionada con la financiación de edificios de viviendas. Los ingresos por alquileres que se utilizaban normalmente para determinar el valor calculado se basaban en los alquileres que se aplicaban desde el principio. Sin embargo, los arrendadores de un apartamento están acostumbrados a pagar una prima considerable por el espacio de un edificio nuevo, y consideran que una estructura es vieja, o al menos no especialmente moderna y atractiva, una vez transcurridos unos años. Por lo tanto, en condiciones normales, los alquileres recibidos el primer año son considerablemente superiores de los que conservadoramente puede esperarse durante toda la vida de la emisión de bonos.

Falta de información financiera. Un defecto relacionado con los comentados anteriormente, aunque de índole distinta, era el incumplimiento casi universal a la hora de proporcionar al comprador de bonos los datos financieros y de explotación después de hacer su compra. Este inconveniente se aplica generalmente a empresas que venden bonos al público pero cuyas acciones son de propiedad privada, un procedimiento típico de la financiación inmobiliaria. Como resultado, no solo la mayoría de titulares de bonos estaban desinformados con respecto a los escasos resultados de la operación hasta que ocurría efectivamente el impago, sino que —y todavía más grave— en aquel momento se encontraban a menudo con que los cuantiosos impuestos sobre la propiedad no pagados se habían acumulado, mientras los propietarios la estaban «ordeñando» sacando todo el efectivo disponible.

Propuesta de normas a seguir. A partir de este análisis detallado de la financiación inmobiliaria a través de bonos durante la pasada década, hay una serie de normas específicas a seguir para guiar al inversor en el futuro.

En el caso de viviendas unifamiliares, los préstamos los suele hacer directamente el titular de la hipoteca al propietario de la casa, es decir, sin la intermediación de un bono hipotecario inmobiliario vendido por una agencia emisora. Sin embargo, las agencias hipotecarias (como Lawyers Mortgage Company, Title Guarantee y Trust Company) han negociado una extensión de las operaciones en hipotecas garantizadas y certificados de participación hipotecaria, asegurados a través de tales viviendas.¹¹⁸

¹¹⁷ Véase nota 20 del Apéndice, como ejemplo (Hudson Towers).

¹¹⁸ Desde 1933 la financiación inmobiliaria de viviendas unifamiliares ha sido asumida en gran medida por el gobierno federal, a través de la Federal Housing Administration (FHA), de modo que prácticamente no se han vendido bonos de este tipo a los inversores. La financiación de edificios más grandes ha sido muy restringida. Prácticamente toda ha sido proporcionada por instituciones financieras (compañías de seguros, etc.) y prácticamente no

Cuando se hacen inversiones de este tipo, el prestador debe asegurarse de que: (a) la cantidad del préstamo no supera el 66-3% del valor de la propiedad, cómo se indica, ya sea por el coste reciente real o por la cantidad que un agente inmobiliario con experiencia consideraría como un precio justo a pagar por la propiedad; y (b) que este coste o precio justo no refleja la reciente inflación especulativa y, en general, no excede en demasía los niveles de precio que existieron antes y durante un largo período. Si es así, debe hacerse la reducción adecuada en la máxima relación de la cantidad de la deuda hipotecaria con el valor actual. El bono hipotecario inmobiliario más habitual representa una participación en la primera hipoteca de un nuevo edificio de viviendas o de oficinas. Al considerar tales ofertas, el inversor ha de ignorar los convencionales «valores tasados» presentados y exigir que el coste real, presentado justamente, supere la cantidad de la emisión de bonos al menos en el 50%. En segundo lugar, ha de pedir una cuenta de resultados estimada, calculada conservadoramente que refleje las pérdidas por vacantes y el declive en la escala de alquileres a medida que el edificio envejece. Esta cuenta de resultados ha de predecir un margen de al menos un 100% sobre los intereses, una vez deducida de los beneficios una depreciación que se invierta realmente como fondo decreciente para la retirada gradual de la emisión de bonos. El prestatario ha de acceder a proporcionar al titular de bonos informes de explotación y financieros a intervalos regulares.

Las emisiones llamadas «bonos hipotecarios de primer arrendamiento» son, en realidad, segundas hipotecas. Se emiten contra edificios levantados en terreno arrendado, y el suelo alquilado actúa de hecho como primer derecho o carga prioritaria contra la totalidad de la propiedad. Al analizar emisiones de ese tipo, el suelo arrendado ha de añadirse a los requisitos de intereses del bono para alcanzar los intereses totales de la propiedad. Además, debemos reconocer que, en el ámbito de las obligaciones inmobiliarias, la ventaja de una primera hipoteca sobre un derecho júnior está mucho más clara que en una empresa de negocio normal.¹¹⁹

Además de las pruebas cuantitativas anteriores, el inversor debe estar seguro de que la ubicación y tipo de edificio son adecuados para atraer inquilinos y para minimizar la posibilidad de una pérdida cuantiosa de valor a través de cambios desfavorables según el tipo de barrio.¹²⁰

ha habido ventas de productos financieros inmobiliarios al público general (hasta finales de 1939).

¹¹⁹ Véase la nota 21 del Apéndice, ejemplos y comentarios.

¹²⁰ Pie en la edición de 1934: «Uno de los escasos ejemplos de una emisión de bonos inmobiliarios existente en 1933 lo proporciona el Trinity Buildings Corporation of New York First 572\$ con vencimiento en 1939, asegurados con dos edificios de oficinas bien situados

Los préstamos inmobiliarios no deben hacerse sobre edificios levantados con una función especial o limitada, como hoteles, garajes, etc. Los compromisos de este tipo han de hacerse sobre la propia operación, considerada como un negocio individual. Según lo dicho anteriormente sobre los criterios aplicables a la compra de un bono industrial de la máxima calificación, es difícil imaginar cómo cualquier emisión de bonos sobre un hotel o similar puede lógicamente comprarse como inversión directa. Todas estas empresas han de financiarse desde el principio mediante capital privado, y solo después de haber demostrado durante varios años su solvencia y prosperidad han de ofrecer bonos o acciones al público.¹²¹

en el distrito financiero de Nueva York. Esta emisión estaba pendiente en 4.300.000 dólares y estaba asegurada por un primer derecho sobre el terreno y los edificios valorados mediante tasación en 13.000.000 dólares. En 1931, los beneficios brutos fueron de 2.230.000 dólares y la depreciación neta fue de unas seis veces el interés sobre los bonos de primera hipoteca. En 1932, los ingresos por alquiler bajaron a 1.653.000 dólares, pero el balance por los intereses de la primera hipoteca era todavía de unas 3 1/2 veces el requisito. En septiembre de 1933 estos bonos se vendieron por cerca de su valor nominal».

Esta nota al pie y la continuación ilustran bien la importancia del factor situación al que hace referencia el texto. A pesar de la mejora en las condiciones de los negocios desde 1933, el descenso de actividad en el distrito financiero resultó en una pérdida de alquileres y en un declive grave en las tarifas de alquiler. Las ganancias netas de la Trinity Building Corporation no lograron cubrir las cargas de depreciación en 1938 y fueron inferiores a los intereses, incluso ignorando la depreciación; el capital y los intereses fueron mora a su vencimiento en 1939; la garantía de la United States Realty and Improvement Company, la empresa madre, resultó insuficiente, y los titulares se enfrentaron a la necesidad de ampliar su capital y de aceptar una reducción del cupón fijada. En este caso, una organización financiera sin duda conservadora (factor cuantitativo) no se demostró lo bastante fuerte como para compensar una bajada del valor de los alquileres en el distrito (factor cualitativo).

¹²¹ El tema de las emisiones de hipotecas inmobiliarias aseguradas se cubre en el capítulo 17.

Capítulo 11

Criterios específicos para la inversión en bonos (final)

Relación de la capitalización de acciones con la deuda en bonos

La cantidad de acciones y superávit antes o después de una emisión de bonos expresa el mismo hecho que el exceso de recursos por encima del endeudamiento. Eso puede observarse a partir del siguiente típico balance:

Activos menos pasivo circulante (activos netos)	<u>1.000.000 \$</u>	Deuda en bonos	600.000 \$
	1.000.000 \$	Acciones y superávit (patrimonio en acciones)	<u>400.000 \$</u>
			11.000.000 \$

La fórmula es la que sigue:

$$\frac{\text{Patrimonio en acciones}}{\text{Deuda en bonos}} = \frac{\text{activos netos}}{\text{deuda en bonos}} - 1$$

Criterios prescritos por la ley neoyorquina» Si estudiamos las cifras del balance podemos mirar los activos netos o el patrimonio en acciones para determinar la cobertura indicada por encima de la cifra de capital de la deuda. El estatuto de Nueva York que rige las inversiones de los bancos de ahorros emplea ambos enfoques en sus regulaciones respecto de los bonos de suministros públicos. Estipula (1) que la deuda hipotecaria en cuestión, además de toda la deuda hipotecaria subyacente, no debe exceder el 60% del valor de la propiedad hipotecada, y (2) que el capital social ha de equivaler al menos a dos tercios de la deuda hipotecaria. A partir de la típica hoja de balance que acabamos de mostrar se puede observar que los dos requisitos son en gran parte equivalentes. Sin

embargo, cuando una empresa tiene un endeudamiento sustancial no asegurado, puede que cumpla con el requisito 1 y no con el 2, de modo que en tales casos la segunda estipulación proporcione una protección añadida. Este punto puede ilustrarse con el siguiente ejemplo:

Propiedad hipotecada	10.000.000 \$	Deuda hipoteca	6.000.000 \$
Capital circulante	1.000.000 \$	Certificados de deuda	3.000.000 \$
		Acciones y superávit	2.000.000 \$
	<hr/>		<hr/>
	11.000.000 \$		11.000.000 \$

En este caso, la deuda hipotecaria es solo el 60% de la propiedad comprometida, pero el patrimonio en acciones es mucho menor que dos tercios de la deuda hipotecaria. Así, pues, estas últimas acciones no serían aptas.

Hay que decir que el estatuto de Nueva York considera solo el valor nominal o declarado de las emisiones de acciones (incluyendo, por supuesto, tanto las preferentes como las ordinarias), y no da crédito por el superávit contable, que forma parte del patrimonio de los accionistas. La teoría que subyace detrás de esta restricción puede ser que el superávit es legal mente repartible entre los accionistas y que por tanto no se puede contar con él como protección permanente para los titulares de bonos. Sin embargo, en realidad, el excedente de una empresa de suministros se invierte casi invariablemente en activos fijos y no puede repartirse en efectivo. De este modo, si las pruebas de este tipo fueran necesarias, la cifra de acciones y superávit parecería más lógica que la emisión de acciones por sí sola.

Test de patrimonio, de mérito dudoso, en el caso de los suministros. Nos inclinamos a poner en duda si se obtiene alguna ventaja sustancial en el caso de las acciones ordinarias si se aplica el test de las emisiones de acciones o de propiedad a los bonos de suministros. Es poco probable que nos proporcione alguna indicación sobre la seguridad o falta de ella que no haya mostrado ya el historial de beneficios. En algunos ejemplos escasos, tal vez, el resultado de ingresos puede ser satisfactorio pero, en cambio, la cobertura de activos demasiado pequeña, y el último punto puede sugerir que, puesto que la empresa está obteniendo una rentabilidad excepcionalmente alta de su inversión, resulta vulnerable a una regulación de tipos desfavorable. No obstante, el problema principal radicaba en la falta de fiabilidad de las cifras del balance de valores de la propiedad (y, por tanto, del capital accionarial) como indicador de la inversión real en efectivo, o del valor de reproducción que puede

designarse como base de la tasa. Sin embargo, en años recientes, las actividades de las comisiones estatales y la SEC han proporcionado al público unos balances mucho más exactos que en el pasado. Ni siquiera teniendo en cuenta esta mejora parece haber una razón suficiente como para exigir un test de valor de la propiedad o de capital accionario para los bonos de suministros y no para exigirlo a los bonos de ferrocarril.

No hay, obviamente, ninguna objeción para la aplicación de este test de capital accionario (basado en cifras contables) a las obligaciones tanto de ferrocarril como de suministros, como precaución añadida, ya sea regularmente o en casos especiales cuando hay motivo para dudar de la fiabilidad del historial de beneficios como medida de la capacidad futura de satisfacer los intereses de los bonos. Si se aplica el test, hay que advertir que un ratio máximo del 60% de deuda a un 40% de las acciones y superávit es proporcionalmente más grave que un ratio mínimo de beneficios de $1\frac{3}{4}$ veces los intereses. De este modo, sería más coherente admitir una deuda en bonos de hasta el 75% del valor de la propiedad o tres veces la cantidad de las acciones y el superávit.

Importancia de una cobertura del valor real detrás de una emisión de bonos. Nuestra principal objeción al criterio del valor de la propiedad surge del hecho indudable de que los valores contables de los activos fijos son muy poco fiables como indicadores de la seguridad del bono. No obstante, por otro lado, estamos convencidos de que un margen sustancial del valor de un negocio en marcha sobre la deuda financiada no solo es importante, sino de vital necesidad para asegurar la solidez de una inversión de renta fija. Antes de pagar precios estándar por bonos de cualquier empresa, ya sea de ferrocarriles, teléfonos o de unos grandes almacenes, el inversor debe convencerse de que el negocio vale mucho más de lo que debe. En este sentido, el comprador de un bono ha de adoptar la misma actitud que el prestamista de dinero sobre una casa o un anillo de diamantes, con la diferencia de que es el valor del negocio como entidad lo que el inversor ha de considerar normalmente y no el de los activos por separado.

Valor de un negocio en marcha y rentabilidad. El «valor del negocio como entidad» está casi siempre determinado por su rentabilidad. Eso explica la importancia apabullante que ha acabado asociándose a los resultados de ingresos, puesto que estos revelan no solo la capacidad de la empresa de pagar sus intereses, sino también hasta qué punto se puede decir que el valor del negocio en marcha supera el capital de la emisión de bonos. Es por esto que la mayoría de inversores han acabado considerando el historial de beneficios como único test estadístico o cuantitativo necesario para la selección de emisiones de bonos. Todos los otros criterios empleados normalmente son cualitativos o subjetivos (es decir,

que implican puntos de vista personales sobre la dirección, las perspectivas, etc.).

Si bien es conveniente simplificar al máximo los test de seguridad de los bonos, su reducción al único criterio de beneficios por encima de los pagos de intereses sería una simplificación peligrosa del problema. Los beneficios durante el período examinado podrían no ser representativos, ya sea por ser el resultado de unas condiciones definitivamente temporales, favorables o no, o porque se habían presentado de tal manera que reflejaban los verdaderos ingresos. Estas condiciones son especialmente probables en el caso de empresas industriales, que están sujetas tanto a mayores vicisitudes personales como a un menor grado de supervisión contable que las de ferrocarriles y suministros.

Capital accionario medido por el valor de mercado de las emisiones de acciones: un test suplementario. De este modo, consideramos que es básico, al menos en el caso de bonos industriales, complementar el test de ganancias con algún otro índice cuantitativo del margen del valor de un negocio en marcha por encima de la deuda financiada. El mejor criterio que somos capaces de ofrecer es el ratio del *valor del mercado* del capital social con respecto a la deuda consolidada total. Por supuesto, pueden hacerse objeciones enérgicas en contra poniendo el precio de mercado de las emisiones de acciones como prueba de cualquier cosa, a la vista de las extremas y absurdas variaciones a las que claramente están sujetas las cotizaciones de acciones. No obstante, con todas sus imperfecciones, el valor de mercado de las emisiones de acciones se reconoce generalmente como un indicador del valor de un negocio en marcha mucho mejor que el que proporcionan las cifras del balance o incluso una tasación ordinaria.¹

Adviértase que estamos proponiendo el uso de los precios de las acciones con el único fin de determinar si hay un patrimonio sustancial o no detrás de la emisión de bonos. Eso no equivale en absoluto a afirmar que el precio es siempre una medida exacta del valor justo o intrínseco. El test del precio de mercado se propone como guía aproximada o como una pista de los valores existentes, y hay que emplearlo solo como complemento —aunque un complemento importante— de las cifras analizadas más atentamente que proporciona el historial de beneficios.¹²²

123

¹²² El valor de liquidación, que surge principalmente de los activos circulantes netos, puede superar a veces el precio de mercado, pero este punto es raramente importante en la selección de inversiones con la máxima calificación.

¹²³ Adviértase que el test de seguridad sugerido por la New York State Bankers Association, en colaboración con la Standard Statistics Company, incluye, en el caso de bonos de ferrocarril e industriales, el precio de mercado del capital accionario, pensado como «la

La utilidad de los tests de precio de mercado en casos extremos resulta indudable. La presencia de un capital accionarial con un valor de mercado muchas veces mayor que la deuda total conlleva una gran confianza en la seguridad del bono ¹²⁴ y, a la inversa, un capital accionarial exageradamente escaso a precios de mercado debe poner muy en duda la solidez del bono. La determinación del valor de mercado del capital accionarial, y su comparación con la cantidad total de deuda, son una fase ampliamente aceptada del análisis de bonos, y anteriormente se incluía en las circulares de oferta de bonos (cuando el resultado era satisfactorio). Recomendamos que este cálculo se incorpore como elemento habitual en el proceso de selección de bonos, en especial para las emisiones industriales, y que se establezcan unos requisitos mínimos bajo este encabezamiento que sirvan como test cuantitativo de seguridad secundario.

Mínimos para el test de capital accionarial. ¿Cuál debe ser la relación mínima normal entre los valores de las acciones y la deuda? Es difícil responder satisfactoriamente a esta pregunta a partir de la experiencia real por los amplios cambios en precios en las acciones y las variaciones en los resultados de las empresas en particular. Una norma teórica puede establecerse suponiendo, de manera algo arbitraria, que las acciones de ferrocarril y de suministros han de ganar sobre $1\frac{1}{2}$ veces tanto un porcentaje sobre su precio como el tipo de interés sobre sus bonos, mientras que las acciones industriales han de ganar el doble que el tipo de interés de sus bonos. Estas suposiciones darían la siguiente relación aritmética ¹²⁵ entre la cobertura mínima de intereses por un lado y el ratio acción- bono por el otro.

En la página siguiente presentamos unos resultados resumidos de una compañía de suministros públicos, una de ferrocarril y una industrial a 31 de diciembre de 1938, que sustentan de manera general las relaciones antes propuestas.

medida más realista de la posición de la deuda», -es decir, del valor del capital júnior. Véase nuestra explicación más detallada de estos tests en la nota 22 del Apéndice.

¹²⁴ Véase nuestra explicación sobre las Fox Film Corporation 6% Notes en diciembre de 1933 en la nota 67 del Apéndice.

¹²⁵ Para colocar los dos tests sobre la misma base aritmética, el ratio valor-acción ha de expresarse en realidad como ratio de capitalización total (valor nominal de los bonos más acciones a precio de mercado) con los bonos. Así calculada, la «cobertura de la capitalización» requerida sería, respectivamente, de $1\frac{1}{2}$, $1\frac{2}{3}$ y 2. El estudiante puede aplicar el método que le parezca más conveniente; sus implicaciones son, obviamente, las mismas.

TABLA I.I.I
Ejemplos de relación normal entre cobertura de intereses y ratio valor-acción

Partida	North American Co.	Union Pacific R.R. Co	United Biscuit Co. of America
Final del año	31 dic. 1938	31 dic. 1938	31 dic. 1938
Balance intereses	37.663.000 \$	32.964.000 \$	1.327.000 \$
Ganancias multiplicadas por	22.554.000*	14.263.000	297.000
Veces revalorizado	1,67	2,31	4,47
Balance para dividendos	15.109.000	18.701.000 \$	1.030.000 \$
Dividendos preferentes	1.819.000	3.982.000	77.000
Balance acciones ordinarias	13.290.000	14.719.000	953.000
Por acción	1,55 \$	6,62 \$	2,08 \$
Promedio por acción 1934-1938	1,53	6,82	2,00
Deuda en bonos	438.000.000 \$	355.000.000 \$	6.150.000 \$
Acciones preferentes en el mercado	606.000 acc. @ 56 — 34.000.000 \$	995.000 acc. @ 83 — 83.000.000 \$	11.400 acc. @ 118 — 1.345.000 \$
Acciones ordinarias en el mercado	8.571.000 acc. @ 23 — 187.000.000 \$	2.220.000 acc. @ 98 — 218.000.000 \$	459.000 acc. @ 16½ — 7.570.000 \$
Total acciones en el mercado	221.000.000 \$	301.000.000 \$	8.915.000 \$
Ratio acciones-bonos	0,51 a 1	0,85 a 1	1,45 a 1

*Incluye acciones preferentes de empresas subsidiarias y sus requisitos (véase cap. 13).

Tipo de empresa	Número mínimo de veces ganados los cargos fijos (cobertura del interés medio)	Ratio mínimo de valor accionarial a deuda en bonos (ratio acción-valor)
Suministros	1 ³ / ₄	1 \$ de acción a 2 \$ de bonos
Ferrocarriles	2	1 \$ de acción a 1,5 \$ de bonos
Industriales	3	1 \$ de acción a 1 \$ de bonos

*Resultados medios aproximadamente los mismos.

Income bonds equivalentes a capital accionarial. En el capítulo 9 señalábamos que, como los intereses de los *income bonds* no son un cargo fijo, no precisan incluirse en los cargos totales sobre los que se calcula la cobertura. De manera similar, la cantidad de capital de tales bonos no ha de incluirse en la deuda total financiada que se comparará con el capital accionarial. No solo esto, sino que los *júnior income bonds* (de vencimiento largo) son tan parecidos a las acciones preferentes que su valor de mercado puede considerarse propiamente como parte del capital accionarial (o más bien, «*income bond* y capital accionarial») como predecesores, y ejerciendo de protección, de los bonos de interés fijo.

Ejemplo:

Colorado Fuel and Iron General (First) 5s, con vencimiento en 1943, precio a 30 de junio de 1939, 103¹/₂ rentabilidad del 3,90%

Cantidad pendiente.....		4.483.000 \$
<i>Income bond</i> y capital accionarial a 30 junio 1939:		
11.035.000 \$ <i>Income</i> 5s vencimiento 1970	@ 45	4.966.000
564.000 acciones ordinarias	@ 12 ¹ / ₂	7.050.000
315.000 derechos de compra de acciones	@ 4 ¹ / ₄	1.339.000
Capital total.....		<u>13.355.000 \$</u>

En este caso, la posición técnica de la primera hipoteca 5s es totalmente distinta en virtud de que el derecho *júnior* es un *income bond* de lo que sería el bono si este último llevara intereses fijos. La veracidad de esto se muestra de manera evidente con referencia a la situación anterior a la reorganización de 1936. En el anterior sistema, los First 5s precedieron a una amplia emisión de bonos de interés fijo, cuyos requisitos (incluyendo su vencimiento) precipitaron una suspensión de pagos en 1933, a raíz de la cual los First 5s se vendieron al bajo precio de 30.

Importancia de un ratio capital/deuda anormalmente grande. Como hemos insinuado anteriormente, si el ratio capital/deuda fuera siempre proporcional a la cobertura de intereses, tal como se indica en la

tabla anterior, no habría motivos para aplicar ambos tests, puesto que la superación de uno de ellos aseguraría la superación del otro. Sin embargo, como este no es el caso, debemos considerar las implicaciones cuando el ratio capital/deuda da una indicación notablemente distinta de la dada por la cobertura de intereses. Supongamos de entrada que el panorama de beneficios no es totalmente convincente pero que el ratio capital/deuda es considerablemente superior que nuestro requisito mínimo.

Ejemplo: En referencia al ejemplo de la Fairbanks Morse de la p. 212, el inversor se quedaría impresionado ante el hecho de que al precio de mercado mínimo en 1938, el ratio acción-valor era más de 2 a 1 (unos 12.000.000 dólares de valor de mercado de las acciones detrás de 5.600.000 dólares de bonos). Esta evidencia de fuerza puede muy bien disipar cualquier duda que surja de la ineptitud del promedio directo de diez años.

Importancia de un ratio capital/deuda por debajo de lo normal. El caso opuesto es aquel en el que la cobertura de intereses puede considerarse satisfactoria pero el ratio capital deuda es considerablemente inferior al mínimo requerido.

Ejemplos: el problema se puede entender mejor mediante dos ejemplos contrastados, uno tomado en plena depresión y el otro en el momento álgido de su recuperación.

El primer ejemplo es el de Inland Steel 4 1/2s con vencimiento en 1978, que se vendieron en septiembre de 1932 a 82 con una rentabilidad del 5,6%. Los datos relevantes aparecen en la tabla de la p. 235, junto a las cifras correspondientes de Crucible Steel 5s, con vencimiento en 1940, que se ofrecen como comparación.

Puede observarse que la emisión de Inland Steel supera nuestro test de beneficios (basado en un promedio de 6,5 años) pero no el test de ratio capital/deuda. La mayoría de inversores alegarían que el bono era una inversión muy sólida y atractiva en aquel momento, porque (1) Inland Steel era una de las mejores empresas de acero, con un buen historial precrisis, y (2) las cifras de 1932, tanto de beneficios como de precios de las acciones, eran tan anómalas como para no suponer una guía en cuanto a la seguridad de la emisión de los bonos. El hecho de que los beneficios de la empresa se recuperaran luego y que los bonos se cobraran con una prima en 1936 indicaría la confirmación de la solidez de esta postura.

Sin embargo, la debilidad del argumento yace en el hecho de que requería ciertas suposiciones respecto del futuro que no deberían ser necesarias para justificar la compra de un bono de inversión. (Adviértase que en las condiciones de 1932, el precio de 82 para los Inland Steel 4V2S los coloca claramente en la categoría de inversión.) Esto debe quedar claro

si comparamos los resultados de las emisiones de Inland y de Crucible. Puede observarse que tanto la cobertura de beneficios como el ratio capital/deuda fueron mejor en el caso de Crucible pero, en cambio, el rendimiento de este último fue el doble de alto que el del bono Inland. El comprador del Inland Steel 4 1/2s debería asumir no solo que las condiciones de 1932 eran transitorias —una suposición necesaria si había que hacer alguna compra de productos financieros— sino también que (1) el precio de las acciones Inland Steel era demasiado bajo y (2) que el precio de las emisiones Crucible Steel era demasiado alto. Y eso porque, a menos que las acciones de Inland se estuvieran vendiendo demasiado baratas, los bonos Inland no podían considerarse seguros; y, a menos que las acciones Crucible se estuvieran vendiendo demasiado caras, hubiera sido mejor comprar los bonos Crucible a un precio menor. Eso podría parecer demasiado complicado y dudoso como base para hacer una inversión directa en bonos.

TABLA II.2
Resultado comparativo de dos emisiones de bonos, septiembre de 1932

Partida	Inland Steel 4½s con vencimiento en 1978, y precio de 1981 a 82, rentabilidad del 5,6%	Crucible Steel 5s con vencimiento en 1940 precio 60, rentabilidad del 13,4%
Cargo de interés anual	1.890.000 \$	675.000 \$
Ganancias en intereses por años:		
1932 (primera mitad)	496.000 (d)	1.348.000 (d)
1931	3.126.000	1.339.000 (d)
1930	7.793.000	4.542.000
1929	13.042.000	8.364.000
1928	10.596.000	5.849.000
1927	7.482.000	5.844.000
1926	7.851.000	6.787.000
Promedio de 6,5 años	7.595.000 \$	4.400.000 \$
Cobertura intereses	4,6 veces*	7,1 veces*
Deuda en bonos	42.000.000 \$	13.500.000 \$
Valor accionarial:		
Preferente		250.000 acc. @ 30 = 7.500.000 \$
Ordinario	1.200.000 acc. @ 20 = 24.000.000 \$	450.000 acc. @ 17 = 7.650.000 \$
Valor accionarial total	24.000.000 \$	15.100.000 \$
Capital/deuda	0,57 a 1	1,12 a 1

*Ajustado a los cambios en la deuda durante el período.

También es cierto, como regla general, que no hay que hacer nunca una inversión en bonos si hay que asumir que la acción ordinaria se está vendiendo demasiado barata en el momento. Si el inversor está haciendo una evaluación correcta del valor de las acciones, sería desde luego más rentable comprar acciones que bonos. Si se equivoca en cuanto al valor de las acciones, se arriesga mucho a haber hecho una mala compra de bonos.

El hecho de que los bonos de Inland Steel se pagaran más tarde con una ventaja de unos 20 puntos no invalida nuestra lógica, sino que más bien la confirma, puesto que, por las mismas fechas, las acciones ordinarias de Inland habían subido unas cuatro veces en valor, y las Crucible Steel 5s habían pasado de 60 a 102. Vuelve a hacerse evidente nuestro principio de control, que afirma que la inversión en bonos es un arte negativo: esta discusión no quiere demostrar que los Inland Steel 4 1/2s fueran una mala inversión —lo contrario es claramente el caso—, sino señalar que un examen lógico del panorama en el momento determinado no nos habría llevado a un veredicto afirmativo sobre la emisión, sobre todo a la vista de las inversiones alternativas ofrecidas.

Segundo ejemplo: Podemos corroborar aún más nuestro argumento si presentamos un panorama opuesto: los Brooklyn Manhattan Transit 4 1/2s, con vencimiento en 1966, que se vendieron a 104 con una rentabilidad del 4,17% en enero de 1937. La cobertura media de beneficios en este caso fue absolutamente correcta según nuestro criterio mínimo de bonos de ferrocarril. Sin embargo, el ratio capital/deuda —hasta en el alto nivel del mercado general que se obtenía entonces— mostraba menos de 40 centavos de acción por cada dólar de bono. Eso significaba básicamente que la Bolsa no era lo bastante optimista en cuanto a las perspectivas del BMT de valorar las emisiones de capital a nuestro mínimo requerido en relación con la deuda total. El comprador de acciones haría bien al considerar esta deficiencia en el test secundario como pista para buscar en otra parte sus inversiones al 4 1/2%. (En diciembre de ese mismo año los bonos habían caído a 44.)

Nuestra referencia a la valoración de la Bolsa de las perspectivas futuras del MBT sugiere que el test de capital accionarial no es solamente un criterio cuantitativo adicional de seguridad de los bonos, sino que es en buena parte también un índice cualitativo. Una tercera función del test de capital accionarial puede ser la de abrir una duda razonable en la exactitud de las cifras de beneficios. En el caso del BMT, un estudio detallado de las perspectivas que se ofrecían habría revelado una amplia diferencia entre los cargos de depreciación y de amortización tal y como se indicaba en los informes a los titulares de productos y tal y como se deduce de los rendimientos de Hacienda. La base de depreciación más conservadora habría reducido la cobertura de intereses hasta muy por debajo de nuestro

mínimo sugerido.

Ratio capital/deuda de compañías de ferrocarril y suministros públicos.

En el caso de compañías industriales, el ratio capital/deuda puede calcularse fácilmente. Sin embargo, los ferrocarriles y suministros públicos tienen tendencia a presentar complicaciones varias. Además de la deuda en bonos tal y como aparecía en el balance, puede que también sea necesario tener en cuenta las obligaciones de arrendamientos equivalentes a deuda y acciones preferentes de subsidiaria que se clasifiquen por delante de los bonos de empresas madre. Estas dificultades se posicionan de alguna manera contra el uso del test del ratio capital/deuda para los bonos de ferrocarril y suministros. Sin embargo, creemos que un inversor cuidadoso ha de aplicar el test capital/deuda en estos campos y también cuando invierte en el sector industrial. Como señalaremos en el próximo capítulo, el test capital/deuda habría sido de gran utilidad para protegerse de la compra errónea de bonos de ferrocarril a un alto precio durante el período 1935-1937. También en el próximo capítulo describimos el proceso de capitalización de cargos fijos para alcanzar una valoración justa de la deuda total cuando el balance no lo cuenta todo.

Test capital/deuda que no conviene modificar para reflejar las cambiantes condiciones del mercado. Se plantea la cuestión: ¿Hasta qué punto ha de modificarse el test del ratio capital/deuda para que refleje las cambiantes condiciones del mercado? Lo correcto parecería ser esperar y, por lo tanto, exigir, un valor relativo de mercado más alto por una acción que está detrás de una emisión de bonos durante un período próspero que durante uno de crisis. Si 1 dólar de acción a 1 dólar de bonos se toma como requisito «normal» para una empresa de carácter industrial, ¿no sería lógico exigir, pongamos, un ratio de 2 dólares a 1 dólar cuando los precios de las acciones están hinchados y, por el contrario, conformarse con un ratio de 50 centavos a 1 dólar cuando las cotizaciones están muy por debajo de los valores intrínsecos? Sin embargo esta sugerencia es impracticable por dos motivos: el primero porque implica que el comprador de bonos es capaz de reconocer un nivel indebidamente alto o bajo de los precios de las acciones, lo cual es una suposición demasiado osada. El segundo es porque haría falta que los inversores en bonos actuaran con una cautela especial en períodos de alegría y con mayor confianza en los malos tiempos. Se trata de un consejo que no está en la naturaleza humana seguir. Los compradores de bonos son personas, y no se puede esperar que escapen totalmente, ya sea al entusiasmo de los mercados al alza o a los temores de los períodos de crisis.

De modo que no propondremos una norma por la que hay que requerir

a los inversores un ratio capital/deuda superior al normal cuando los precios están altos, porque nadie nos escucharía. (Pero si el comprador de bonos está convencido personalmente de que los precios de las acciones están peligrosamente altos, sería prudente insistir en una cobertura del capital accionarial bastante por encima de nuestros ratios mínimos.) Tampoco propondremos la norma contraria para cuando se produzca un mercado a la baja, en especial porque, a través de la búsqueda diligente, siempre será posible encontrar algunas inversiones que cumplan con todos los tests normales hasta en condiciones de crisis.¹²⁶

FIGURA 11.1
Resumen de los requisitos cuantitativos mínimos sugeridos
para las inversiones de renta fija

1. Tamaño del emisor	
Municipalidades: habitantes	10.000
Suministros: ingresos netos	2.000.000 \$
Ferrocarriles: ingresos netos	3.000.000
Industriales: ingresos netos	5.000.000
2. Cobertura intereses	
Bonos de suministros (promedio 7 años)	1 ³ / ₄ veces
Bonos de ferrocarril (promedio 7 años).....	2 veces
Bonos industriales (promedio 7 años).....	3 veces
Bonos de inmobiliarias (tasación fiable).....	2 veces
3. Valor de la propiedad	
Bonos de inmobiliarias: el valor justo de la propiedad (basado en las ventas reales en un mercado no hinchado) ha de ser de un 50% superior a la cantidad de la emisión de bonos.	
Bonos de fondos de inversión: ratio similar partiendo del valor de mercado de los activos.	
4. Valor de mercado de las emisiones de acciones	
Suministros	50% de la deuda en bonos
Ferrocarriles	66 ² / ₃ % de la deuda en bonos
Industriales	100% de la deuda en bonos

¹²⁶ *Por ejemplo:* en septiembre de 1932, General Banking 5¹/₂S se podrían haber adquirido con una rentabilidad del 6%. Sus cobertura media de ganancias era veinte veces los intereses; durante la primera mitad de 1932 el interés se cubrió catorce veces. El ratio capital/deuda era de 6 a 1.

Capítulo 12

Factores especiales en el análisis de bonos de ferrocarriles y suministros públicos

Análisis de bonos de ferrocarriles

La selección de bonos de ferrocarriles puede ser un proceso de enorme complejidad. Los informes de las agencias de transporte a la Interstate Commerce Commission contienen muchísimos datos sobre el estado físico y financiero de los ferrocarriles que proporcionan material para hacer un análisis detallado. Un estudio en profundidad de un informe ferroviario llamaría la atención sobre los siguientes elementos, entre otros:

1. Financieros:
 - a. Composición y tendencia de los ingresos de explotación.
 - b. Ratio de gastos de mantenimiento respecto del bruto.
 - c. Cantidad relativa y tendencia de los gastos de transporte.
 - d. Carácter de los «demás gastos».
 - e. Cobertura y crecimiento relativo de los intereses y otras deducciones.²
3. Explotación:
 - a. Carácter y densidad del tráfico.
 - b. Trayecto medio y tarifa media percibida.
 - c. Carga de los trenes.
 - d. Costes del combustible.
 - e. Costes de explotación por milla del tren y del coche.
 - f. Cargos de mantenimiento por unidad de equipo.

Además de los elementos anteriores que afectan al conjunto del ferrocarril, puede hacerse un estudio especial del recorrido efectuado por el derecho hipotecario bajo estudio.⁷

No es necesaria una técnica elaborada de análisis para seleccionar bonos de la máxima calificación. Los análisis exhaustivos de este tipo

los hacen, en realidad, los departamentos de inversiones de las grandes instituciones financieras que compran bonos de ferrocarril. Sin embargo, no solo escapan a las competencias del inversor individual, sino que, en nuestra opinión, son poco coherentes con la verdadera naturaleza de la inversión de la máxima calificación. La selección de un producto de valor fijo para una rentabilidad de ingresos limitados ha de ser una operación, al menos, relativamente sencilla. El inversor ha de asegurarse a través de tests cuantitativos que los ingresos han superado sobradamente los intereses, y que el valor actual del negocio supera en bastante sus deudas. Además, ha de quedar tranquilo, según su criterio, en cuanto a que el carácter de la empresa es capaz de prometer una prosperidad continuada en el futuro o, para ser más exactos, de que el fracaso es algo altamente improbable.

Estos tests y la expresión de este criterio no han de precisar una técnica de análisis muy elaborada. Si el inversor en bonos de ferrocarril ha de sopesar factores como una tendencia favorable de las cargas del tren, en comparación con la escasa diversificación del tráfico gestionado, deberá aplicar una profundidad y unos conocimientos desproporcionados para las recompensas que obtendría, es decir, una rentabilidad fija de entre el $2^{3/4}$ y el $4\ 1/2\%$. En este caso, le convendría más comprar bonos del Tesoro de Estados Unidos, que dan una rentabilidad más baja pero cuya seguridad está fuera de duda, o dejar que uno de los grandes bancos invirtiera su dinero por él con la ayuda de su numeroso personal estadístico.

Procedimiento recomendado. Las complejidades asociadas con el análisis de ferrocarriles han surgido de manera natural —pero, en nuestra opinión, de manera bastante ilógica— a partir de la abundancia de datos disponibles para su estudio. El hecho de que podamos obtener una gran cantidad de cifras no significa que sea necesario, o ni siquiera ventajoso, diseccionarlas. Recomendamos que el comprador de bonos de ferrocarril de la máxima calificación limite su estudio cuantitativo a la cobertura de cargos fijos (con una atención especial a la tendencia de beneficios y a los gastos de mantenimiento) y a la cantidad de capital accionarial. Si desea ser especialmente meticuloso, probablemente hará bien en aumentar sus requisitos mínimos a estos dos puntos en vez de ampliar su test estadístico a muchos otros puntos de los informes anuales.

Puede que nuestro punto de vista sea más claro si añadimos que tales análisis detallados pueden a veces tener un auténtico valor para el comprador de bonos o acciones de ferrocarril especulativos, como pistas sobre lo que el futuro puede depararle. Sin embargo, toda la razón de ser de las inversiones de valor fijo se opone a cualquier tipo de dependencia de las conjeturas sobre el futuro, puesto que el terreno en el que poner en práctica este criterio ha de ser, lógicamente, las emisiones que ofrecen

posibilidades de ganancias como recompensa por haber acertado, equilibradas con el riesgo de fallar.

Aspectos técnicos del análisis de los ingresos en ferrocarriles. La aplicación del test de la cobertura de intereses a los bonos de ferrocarril conlleva unas cuantas cuestiones técnicas que requieren atención. Los ferrocarriles tienen varios tipos de cargos fijos que son obligaciones equivalentes a los intereses de los bonos y que claramente hay que incluir con este interés en los márgenes de seguridad. Hay también ciertas deducciones que participan, en cierta medida, de la naturaleza de los cargos fijos y en cierta medida también de los gastos de explotación. Además, hay créditos designados con la etiqueta «otros ingresos», como los intereses recibidos por bonos, que pueden considerarse propiamente como una compensación por los intereses pagados, al menos en comparación con otras vías. En el siguiente esquema describimos las partidas más importantes de este tipo que se encuentran en los informes de ferrocarriles.

1. Intereses de bonos y cargos equivalentes:
 - a. Intereses sobre deuda financiada y no financiada.
 - b. Alquiler de las líneas arrendadas.
 - c. Alquileres de las instalaciones compartidas (débito neto).
2. Deducciones a medio camino entre los cargos fijos y los gastos de explotación:
 - a. Contratación de equipos (débito neto).¹³⁰
 - b. Alquileres y deducciones varios.
3. Créditos que se pueden compensar parcialmente con intereses de bonos:
 - a. Intereses cobrados de bonos; alquiler de líneas arrendadas; alquileres de instalaciones compartidas (crédito neto).
 - b. Contratación de equipos (crédito neto); dividendos recibidos.
 - c. Ingresos varios no de explotación.

Métodos de cálculo de la cobertura de cargos fijos. Se pueden aceptar muchas teorías como manera más científica de manipular todas estas partidas con el fin de lograr la mejor formulación de los cargos fijos. Sin embargo, el tema puede simplificarse teniendo en cuenta que el

¹³⁰ Desde el 1 de enero de 1936, la definición de «cargos fijos» a propósito de las cuentas de ingresos de ferrocarriles incluye la renta pagada por la utilización de los equipos. Pero esta definición no se sigue, de momento, en el cálculo de la cobertura de cargos fijos en los manuales y servicios financieros.

comprador de bonos no está interesado en la precisión sino más bien en una certeza razonable. Al fin y al cabo, todos los datos con los que trata representan el pasado, cuyo único valor es servir de pista para el futuro. Con tal fin, el refinamiento en los cálculos tiene pocas ventajas. Sugerimos que, en el caso de los bonos de ferrocarril, las necesidades del caso con respecto a la cobertura de intereses pueden cumplirse estableciendo un doble test y pidiendo que se muestre en cada uno el margen mínimo. El método propuesto es el siguiente:

Test A. Número de veces que se han ganado los cargos fijos:

Cargos fijos = ingresos brutos – ingresos netos

Veces que se han ganado los cargos fijos = $\frac{\text{ingresos brutos}}{\text{ingresos brutos} - \text{ingresos netos}}$

NOTA: Ingresos netos son el «neto después de alquileres» más «otros ingresos». «Ingresos netos» son el balance disponible para dividendos.³

Test B. Número de veces que se han ganado las deducciones netas:

Deducciones netas = ingresos de explotación ferrocarril – ingresos netos

Veces que se han ganado las deducciones netas = $\frac{\text{ingresos de explotación ferrocarril}}{\text{ingresos ex. ferr.} - \text{ingresos netos}}$

NOTA: «ingresos de explotación ferrocarril» es lo mismo que «neto después de impuestos», es decir, los ingresos brutos menos los gastos de explotación y los impuestos.

TABLA 12.1
Cálculo del margen de seguridad de bonos de ferrocarril
(Unidad 1.000 dólares, año 1931)

Partida	Chesapeake & Ohio	Chicago Great Western	Northern Pacific
1. Ingresos netos	119.552 \$	20.108 \$	62.312
2. Neto después de impuestos (ingresos de explotación del ferrocarril)	35.417	4.988	3.403
3. Alquileres de equipos e instalaciones compartidas	déb. 88	déb. 2.417	ab. 3.398
4. Neto después de alquileres (ingresos netos de explotación del ferrocarril)	35.329	2.571	6.801
5. Otros ingresos	2.269	196	16.853
6. Ingresos brutos	37.598 \$	2.767 \$	23.654 \$
7. Intereses y otros cargos fijos	10.902	1.866	14.752
8. Balance para dividendos (ingresos netos)	26.696 \$	901 \$	8.902 \$

Chesapeake & Ohio, 1931

Los ingresos brutos superan el neto después de impuestos. Así, se aplica el test de cargos fijos (A):

$$\text{Cargos fijos obtenidos} = \frac{(6)}{(6)-(8)} = \frac{37.598}{10.902} = 3,45 \text{ veces}$$

Chicago Great Western, 1931

El neto después de impuestos supera los ingresos brutos. Se aplica el test de las deducciones netas (B):

$$\text{Deducciones netas} = \frac{(2)}{(2)-(8)} = \frac{4.988}{4.087} = 1,22 \text{ veces}$$

Northern Pacific

Los ingresos brutos superan el neto después de impuestos. Así, se aplica el test de cargos fijos (A):

$$\text{Cargos fijos obtenidos} = \frac{23.654}{14.752} = 1,60 \text{ veces}$$

NOTAS SOBRE LOS TESTS ANTERIORES

1. Chesapeake y Ohio representa el típico informe en que los resultados de ambos tests habrían apuntado a la misma conclusión: en este caso, a la presencia del margen de seguridad satisfactorio para los bonos.
2. En el caso de Chicago Great Western, el test A, que se aplica normalmente, no reflejaría adecuadamente el lío de las deducciones por alquiler inusualmente altas. Su efecto se demuestra en el test B, y, de acuerdo con nuestra sugerencia, este resultado menos favorable ha de ser el que tenga en cuenta el inversor.
3. Northern Pacific presenta la situación opuesta. Sus otros ingresos han sido excepcionalmente altos comparados con el interés de los bonos, de modo que, en la mayoría de años, las deducciones netas figuran como crédito. En este caso, el inversor ha de seguir los resultados del test A, y considerar el B como una indicación secundaria de fortaleza.

Es preciso aplicar solamente uno de estos dos tests, es decir, el más restrictivo, que puede identificarse rápidamente para su inspección. La regla es la siguiente: si los ingresos brutos superan el neto después de impuestos, aplíquese el test de los cargos fijos (A). Si el neto después de impuestos supera los ingresos brutos, aplíquese el test de las deducciones netas (B). La aplicación de estos tests alternativos será clara a partir de los ejemplos que se indican en la página anterior.

Los informes de la Pennsylvania Railroad ofrecen un caso excepcional en el sentido de que buena parte del resto de sus sustanciosos ingresos es una compensación directa de los cargos fijos. La partida de «otros ingresos» consiste en los intereses y dividendos garantizados recibidos en productos financieros del propio sistema y que son propiedad de la empresa madre, de modo que las mismas partidas aparecen luego como intereses y alquileres pagados. En 1938, estas cantidades compensatorias ascendían a 30.298.074 dólares. Deben eliminarse del informe totalmente. El efecto de su inclusión era reducir la cobertura indicada en el test de los cargos fijos, como se muestra a continuación:

1938	Test de cargos fijos		Test deducciones netas
	Informados	Corregidos	
Ingresos brutos	93.559.000 \$	63.261.000 \$	Neto después de impuestos 66.112.000 \$
Cargos fijos	82.513.000	52.215.000	Deducciones netas 55.066.000
Veces ganado	1,13	1,21	1,20
Veces ganado/ Promedio década	1,42	1,67*	1,68

*Cantidad de corrección estimada para años anteriores a 1932.

En este caso, el test de las deducciones netas daba un criterio más justo que el test de los cargos fijos sin corregir. Cuando hay que hacer un análisis especialmente cuidadoso, las cifras aportadas han de ajustarse como se indica arriba, sobre la base de los datos disponibles.

Relación de los gastos de mantenimiento con la cobertura de cargos fijos.

En la contabilidad de ferrocarriles hay dos partidas importantes que están sujetas, en cierta medida, a una determinación arbitraria por parte de la dirección y que, por lo tanto, en un año determinado pueden tratarse de manera que produzcan unos resultados engañosamente favorables o desfavorables. La primera de ellas es la cuenta de mantenimiento. Si cantidades indebidamente pequeñas se gastan en el mantenimiento de vías y equipos, los beneficios netos aumentan a expensas de la propiedad, y el balance que se refleja como disponible para cargos fijos no representa equitativamente la rentabilidad durante el período en estudio. Los compradores de bonos harían bien examinando el ratio de mantenimiento (es decir, el porcentaje de ingresos brutos invertidos en conservación del inventario inmóvil y rodante) para asegurarse de que no está sospechosamente por debajo de lo habitual. Por desgracia, es difícil de determinar con cierto grado de seguridad simplemente lo que debe considerarse como tasa de mantenimiento estándar para los distintos grupos de transportes. Antes de 1931, una cifra de un 33% de los ingresos brutos de explotación se declaraba tan general y frecuentemente que sin duda acabó por considerarse una norma, y cualquier desviación de la misma merecía un estudio especial.¹³¹ Sin embargo, desde 1930, ha habido

¹³¹ Las diferencias geográficas, antes causa de variaciones más bien amplias en la ha-

un declive moderado en esta cifra porcentual coincidiendo con un descenso mayor en los ingresos brutos de explotación con respecto a los que se calculan. El resultado ha sido que los gastos reales en dólares para mantenimiento se han reducido casi a la mitad. (Curiosamente, el desembolso de mantenimiento de vía en dólares —que presumiblemente no está sujeto a la reducción por descenso de tráfico— sufrió un declive del 51% en 1933- 1937 en comparación con 1926-1930, mientras que el mantenimiento de equipos se redujo casi un 39%.)

Por otro lado debemos tener en cuenta la indudable mejora en la tecnología de conservación, como indica el uso de métodos más eficientes y de materiales más duraderos.¹³² El coste de mantener las propiedades ferroviarias en condiciones adecuadas es hoy en día considerablemente menor que antes de 1931. Sin embargo, cuánto menor, no lo podemos establecer con precisión, de ahí la dificultad de determinar si el ratio medio de aproximadamente 3072% sobre la reducción bruta de 1933-1937 (indicada por todos los ferrocarriles de Clase I) es suficiente para proteger al comprador de bonos de la existencia de un mantenimiento insuficiente. Nuestro criterio se inclina por el punto de vista de que esta cifra es más bien baja,¹³³ por lo que sería conveniente adoptar un ratio algo más alto, por ejemplo, del 32% como norma del inversor.

Si esta sugerencia se acepta, significaría que cuando se estudien bonos de ferrocarril que gasten menos del 32% de su bruto en mantenimiento, el inversor (1) llevará a cabo una investigación mayor hasta convencerse de que este ratio bajo es adecuado, o (2) ajustará las ganancias informadas a un hipotético ratio del 32%, reduciendo así la cobertura de beneficios como corresponda. Si la cobertura es satisfactoria después de la corrección, puede asumirse que el posible déficit de mantenimiento no es por sí solo un factor lo bastante grave como para perjudicar la seguridad del bono.

Recibos de dividendos no recurrentes. Una segunda partida que a

bitual ratio de mantenimiento, no se consideraban muy importantes entre 1926-1930. Véase material sobre este punto y otros relacionados con el mantenimiento de ferrocarriles en la nota 23 del Apéndice.

¹³² Muchos ejemplos detallados aparecen en el discurso de L. A. Downs, presidente de Illinois Central Railroad, del 3 de diciembre de 1936 y reeditado por la Association of American Railroads.

¹³³ Esta conclusión se apoya en las respuestas de los propios ferrocarriles a una circular de la Interstate Commerce Commission, de 12 diciembre 1938, en la que se calculaba que a finales de 1938 existía en sus líneas un total de 283.800.000 dólares de mantenimiento aplazado. Las respuestas distinguían de manera general entre mantenimiento suficiente para una explotación segura y económica, que alegaban había sido aplicado, y mantenimiento necesario para llevar la propiedad hasta unos niveles satisfactorios de ingeniería (véase resumen de rendimientos de la Statistical Series Circular 26, publicada como Statement 3911 por el Bureau of Statistics de la Interstate Commerce Commission. Marzo de 1939).

veces merece la pena analizar son los dividendos recibidos. Cuando un ferrocarril controla compañías subsidiarias, es posible extraer los beneficios acumulados a intervalos irregulares en forma de dividendos especiales abonados a la empresa madre. El efecto de tales transacciones es exagerar la rentabilidad real de la empresa madre para el año en que se recibe el dividendo especial de la subsidiaria.¹³⁴

Mantenimiento excesivo y beneficios no distribuidos de las subsidiarias.

Los informes de ferrocarriles reflejan a veces la situación opuesta, es decir, un gasto de mantenimiento excesivo o la existencia de grandes beneficios circulantes de subsidiarias no pagados a la empresa madre. El efecto de tal contabilidad es subestimar la rentabilidad real del transporte examinado. Asuntos de este tipo tienen un interés considerable en el análisis de valores accionariales, pero la preocupación del comprador de bonos con tales factores es de carácter secundario. En general, no debe permitir que inviertan un veredicto que resulta favorable en cuanto a la seguridad del bono, pero debe reconocer que su presencia añade atractivo a las emisiones de bonos que muestran una seguridad adecuada sin tenerlos en cuenta.¹³⁵

Análisis de bonos de ferrocarril a bajo precio. Un análisis correcto de bonos de ferrocarril con precios especulativos incluiría la consideración de muchos factores adicionales a los ya comentados. Según los principios generales de ordenación de nuestro texto, la consideración de estos aspectos debería trasladarse a nuestro capítulo sobre los productos financieros especulativos sénior; sin embargo consideramos preferible exponerlo aquí para no interrumpir nuestro tratamiento del análisis de bonos de ferrocarriles. Muchos compradores de bonos pueden sentirse inclinados a llevar el análisis de productos de inversión mucho más lejos de lo que consideramos necesario y guiarse en su selección, entre todos los productos elegibles, por consideraciones más detalladas de estadísticas de explotación, tráfico y finanzas.

Un estudio más exhaustivo de una emisión de bonos de ferrocarril se centraría en dos titulares: (1) el aspecto y perspectiva de la vía en conjunto y (2) la posición de la emisión concreta de bonos.

Bajo el primer apartado se engloban, además de los puntos básicos ya señalados, asuntos como el carácter del tráfico y la eficiencia de la operación.

¹³⁴ Esta y fases similares de la contabilidad que tienen que ver con ingresos de carácter no recurrente se analizan en detalle en los capítulos 31-33.

¹³⁵ Véanse ejemplos en nota 24 del Apéndice.

Carácter del tráfico. A este respecto se ha forzado un importante cambio de punto de vista en el inversor de última generación. Antes se hacía el énfasis mayor en la diversificación del tráfico y en un porcentaje libre de categorías más rentables (por ejemplo, envíos varios e inferiores a un vagón de carga). Desarrollos más recientes han demostrado que este punto de vista carecía de solidez. Los tipos de tráfico de mayor frecuencia resultaron ser especialmente vulnerables a la competencia del transporte por camión, y algunas de las vías con la mejor calidad de tráfico han ido quedando apartadas, en especial desde 1929. En el otro extremo encontramos que los pocos transportistas continuamente rentables han sido principalmente las líneas de carbón vegetal del este —Chesapeake and Ohio, Norfolk and Western, Virginian y (en menor medida) Western Maryland—, que se han concentrado en un solo tipo de movimiento de carga de baja frecuencia que han sido capaces de gestionar con una economía extraordinaria.¹³⁶

En comparación, los transportistas de antracita han atravesado una época muy dura y decepcionante, debido a un fuerte declive en el uso del carbón mineral a causa de la competencia del petróleo. El cambio total en la posición relativa de los transportistas de carbón vegetal y mineral entre 1923 y 1938 se muestra gráficamente en la siguiente tabla y constituye una advertencia para el comprador de productos financieros para que no acepte el presente o el pasado como garantía de futuro. (Esta advertencia puede aplicarse también al transporte por carretera de carbón vegetal, cuya prosperidad podría desvanecerse como lo hizo la de los transportistas de antracita. La comparación entre la depresión continua en la industria de carbón mineral y la espectacular prosperidad en la de carbón vegetal podría tener gran importancia en el futuro.)

¹³⁶ El ratio de explotación de Chesapeake and Ohio en 1937 era solo del 56,95%, comparado con el 74,87% de todos los ferrocarriles de Clase I. Esta característica coloca a los transportistas de carbón vegetal del este en un grupo aparte; casi en una industria distinta. Curiosamente, se han visto muy favorecidas por el aumento de producción de sus emisores —básicamente en la explotación de Pocohantas— a expensas del mayor coste de las minas de otras partes.

TABLA 12.2
Estadísticas financieras de los transportistas de carbón vegetal y mineral
1923-1927 y 1934-1938 (en miles)

	1923-1927	1934-1938
Pocohantas carboneros vegetales:¹		
Total rendimiento de explotación	1.334.162 \$	1.097.739 \$
Ingresos netos de explotación de las vías	330.036	381.364
Ingresos netos (balance antes de dividendos)	250.465	315.053
Carboneros minerales:²		
Total ingresos de explotación	2.393.777	1.374.607
Ingresos netos de explotación de las vías	401.784	195.975
Ingresos netos (balance antes de dividendos)	289.608	18.615 (d)

¹ Totales de Virginian, Chesapeake and Ohio, Norfolk and Western.

² Totales de Central Railroad of New Jersey, Delaware and Hudson, Delaware Lackawanna and Western, Erie, Lehigh Valley, Reading.

Debido a la pérdida de tráfico ligero con respecto a los camiones y del tráfico de pasajeros a favor de los autobuses y los turismos, el conjunto de los ferrocarriles se han hecho mucho más dependientes en el tráfico pesado —carbón, hierro y acero, otros minerales, arena, rocas, etc.—. Su prosperidad está estrechamente vinculada a la actividad de las industrias de las materias primas. De modo que, en conjunto, hoy día estos se ven perjudicados tanto por una disminución clara de su tráfico medio como por un mayor grado de la variedad, año tras año, en el tráfico restante.

Tal vez no sea difícil obtener una visión clara de la situación del tráfico tal y como se ha desarrollado en los ferrocarriles en general y en cada línea por separado. No obstante, la aplicación de este conocimiento en el futuro, y la selección de emisiones de bonos o acciones concretas basadas en el mismo, dista mucho de ser un proceso sencillo.¹³⁷ Se puede asumir que la explotación de los ferrocarriles hasta la fecha se refleja totalmente tanto en los resultados de explotación como en los precios de los productos financieros por ellos emitidos. ¿Puede el inversor ir más allá y formarse una opinión fiable sobre los tipos de negocios que van a sufrir pérdidas todavía mayores frente a los competidores, los que quedarán relativamente indemnes y los que crecerán o se recuperarán? Es sin duda parte de las

¹³⁷ Véase, por ejemplo, «Why Railroads Show Diverse Trenes», de E. S. Adams para Barron's el 21 de noviembre de 1938.

funciones del especulador llegar a conclusiones en temas como este, pero debemos expresar dudas en cuanto a si los datos y sus implicaciones son lo bastante claros como para formar una base que pudiera llamarse propiamente «criterio inversor». Por lo tanto, debemos reiterar nuestra opinión de que la compra de bonos de ferrocarril para invertir ha de estar motivada principalmente por un margen adecuado de seguridad demostrado realmente, y que las expectativas en cuanto al tráfico futuro solo deben servir de cautela.

Eficiencia de explotación. Las medidas de eficiencia de explotación que se tienen en cuenta generalmente son las siguientes: ratio de explotación; ratio de transporte; carga media por tren y por vagón; promedio de millas diarias; ratio de millas recorridas en vacío respecto del recorrido total; consumo de combustible por milla de locomotora.

El ratio de explotación es el ratio de todos los gastos de explotación, sin contar los impuestos, respecto de los ingresos brutos. El ratio de transporte se aplica solo a los costes clasificados como «gastos de transporte». En nuestra opinión, un criterio más útil que estos dos últimos sería el ratio con respecto al bruto de todos los gastos de explotación, excepto mantenimiento, pero incluyendo los impuestos. Eso podría llamarse «ratio de otros gastos de explotación». Los gastos de mantenimiento se dan por separado porque generalmente se consideran una indicación de liberalidad más que de eficiencia de la gestión. Por supuesto, hay que tener en cuenta los requisitos de menor mantenimiento de algunos transportistas con respecto a sus ingresos, como los de carbón vegetal. Se podrían hacer también algunos estudios para determinar si una vía concreta está construyendo una unidad física de mantenimiento con pocos o muchos recursos, aunque este es un tema en el que resulta difícil llegar a conclusiones fiables.

El resto de partidas se explican por sí solas. Un promedio elevado de carga por tren y por vagón, el alto kilometraje diario, el bajo kilometraje de «vacíos», el bajo consumo de combustible, todos ellos son objetivos deseables. Sin embargo, la utilidad de estos datos disminuye debido a que todos ellos están bastante bien reflejados en el ratio de transporte, de modo que uno debe cuidarse de enfatizar lo mismo dos veces. También puede ser objeto de estudio si una vía que muestra unos resultados más bien pobres en estos puntos no puede constituir una oportunidad más atractiva, siempre y cuando estas ventajas se reflejen en su totalidad en el precio de sus productos financieros, puesto que podría ser más fácil producir mejoras en el futuro precisamente porque su rendimiento está por debajo de la media.

Estas observaciones se aplican también a dos factores intermedios: la

densidad de tráfico (toneladas transportadas por milla de vía) y la longitud media de transporte por tonelada. Estas cifras tienen relación con el carácter del tráfico, aunque su influencia se muestra ampliamente en el ratio de explotación.

Producto financiero específico. Siempre y cuando parezca seguro que una vía seguirá siendo solvente y con márgenes amplios de sobra, todas sus obligaciones se pueden contemplar casi como una unidad, y la diferencia de valor entre un producto de valor fijo y otro es relativamente menor. Con la primera amenaza de dificultades, esta diferencia empieza a adquirir importancia. En ese caso, la atención se desplaza (1) al carácter del kilometraje que asegura el bono y (2) a la orden de su derecho a partir de ahí. La necesidad de un estudio detallado, en casos así, o la posición específica de los llamados «bonos subyacentes» y «derechos divisionales», se enfatizaba al final del capítulo 6. En estudios de este tipo, las tablas de Densidad de Tráfico de Carga¹¹ serán de gran valor, aunque hay que señalar que no están siempre disponibles para los analistas comentados. Las vías insolventes han de segregar a menudo las ganancias y gastos aplicables a los varios derechos hipotecarios para determinar la contribución de cada emisión a la rentabilidad del sistema. Tales datos se convierten a menudo en la base del tratamiento que se va a dar a estas emisiones en el plan de reorganización.^{138 139}

En la nota 66 del Apéndice, presentamos un análisis de ciertos productos financieros de Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railway de 31 de diciembre de 1939 para ilustrar la técnica de análisis financiero aplicada a los bonos especulativos de ferrocarril. Hay que tener en cuenta también los tres análisis de ferrocarriles mucho más antiguos reproducidos en la misma nota. Podría añadirse que estos análisis, y toda la discusión siguiente, son tan aplicables a las acciones de ferrocarril como a los bonos especulativos.

Análisis de bonos de suministros públicos

La popularidad de los productos financieros asociados a suministros entre 1926 y 1929 produjo un aumento enorme en la cifra de esta financiación, pero esta cantidad aumentada estuvo acompañada de una

¹³⁸ Véase la nota a pie 1 de este capítulo.

¹³⁹ Para segregaciones de este tipo véanse las cifras relacionadas con los varios derechos hipotecarios de Chicago and North Western para el año 1937. El primer plan de reorganización de esta vía (de 1936) basaba su tratamiento de las distintas emisiones en sus precios relativos en un período precedente, pero eso fue sustituido por una determinación más precisa del valor relativo. Datos similares se tomaron como base del tratamiento de los bonos de Chicago, Rock Island and Pacific, tal como se explica en su plan de reorganización de 15 de julio de 1936. Adviértase, sin embargo, el tratamiento especial que se buscaba a dar a St. Paul and Kansas City Short Line 4 1/2s por razones distintas a los resultados de explotación.

clara regresión en los niveles de calidad y en los métodos de presentación empleados por las casas emisoras. Los banqueros inversores, incluidos algunos con la mejor reputación, siguieron prácticas totalmente indefendibles en sus circulares de oferta con el fin de que las emisiones parecieran más seguras de lo que realmente eran. De estas maniobras dudosas, las más importantes eran: (1) la aplicación del término «suministro público» a operaciones industriales; (2) el uso del método de las deducciones anteriores para indicar la cobertura de beneficios, y (3) ignorar la depreciación en el cálculo de los beneficios netos disponibles para los intereses de los bonos.

1. Abuso del término «suministro público». Qué constituye exactamente una empresa de suministros públicos podría estar sujeto de cierta controversia. En su definición estricta, sería cualquier empresa que proporciona un servicio esencial al público, sujeto a condiciones de franquicia y a la regulación continuada del estado. (Pese a que los ferrocarriles públicos son, de hecho, una empresa de suministro público, es conveniente y habitual colocarlos en una categoría aparte.) Desde el punto de vista de la inversión, la idea más importante vinculada con un suministro público es la de estabilidad, basada en primer lugar en la prestación de un servicio indispensable (y, en general, exclusivo) a un número amplio de clientes y, en segundo lugar, en el derecho legal a cobrar una tarifa compensatoria suficiente para obtener un rendimiento justo del capital invertido.

Hay que tener presente que esta estabilidad es más relativa que absoluta, puesto que no es inmune a los cambios básicos o a las vicisitudes inesperadas. Hace veinte años, el principal tipo de servicio público era el tranvía urbano, pero esta industria está hoy sometida a una competencia tan dura de otros tipos de transporte local que ya no resulta practicable que su billete sea tan caro como para asegurar unos beneficios razonables sobre la inversión real que representa. Además, durante el período de inflación de la guerra de 1918-1920, las compañías de luz y electricidad padecieron notablemente el aumento de los costes de la mano de obra y los materiales así como los retrasos y dificultades para obtener permisos para aumentar las tarifas proporcionalmente. Estos inconvenientes tuvieron durante un tiempo un efecto adverso sobre la popularidad de todas las inversiones en suministros, pero la posterior y brillante expansión tanto de los beneficios brutos como netos de las compañías de gas, electricidad, agua y teléfono restauraron rápidamente la confianza en sus productos financieros.

El estatuto de Nueva York limita a tres de estos servicios (gas, electricidad y teléfono) las inversiones en suministros de las cajas de ahorro. Ya hemos señalado antes (capítulo 8) que esta categoría podría

ampliarse correctamente a las empresas que suministran agua a comunidades de tamaño considerable.

Pseudo-suministros. No obstante en el apogeo de la salida a Bolsa de los bonos de suministros, esta popular etiqueta fue utilizada por los bancos para promocionar la venta de muchas emisiones que compartían solo parcialmente (como mucho) el carácter verdadero de los suministros y que podrían estigmatizarse justamente como pseudosuministros. Empresas que vendían hielo, operadoras de taxis o propietarias de frigoríficos industriales quedaban de pronto «afectadas por el interés público» hasta el punto de que tenían derecho a financiar con bonos la mayor parte de la inversión en su propiedad, y a vender estos bonos a inversores como productos financieros de suministros públicos. En la mayoría de casos, las empresas financiadas de este modo representaban una combinación de pequeños establecimientos de gas, electricidad o teléfono con el negocio de hielo o de refrigeración industrial, de manera que confundían o engañaban al público respecto de la verdadera naturaleza de la inversión ofrecida. Un precedente destacado y desgraciado de esta forma híbrida de organización ya la estableció muchos años atrás la Cities Services Company, que combinaba una gran red de suministros públicos auténticos con una operación igualmente extensa de producción, refinería y venta de petróleo.

Gas natural. El período anterior al crac de 1929 estuvo también marcado por la repentina transmutación del gas natural, desde una parte dependiente de la industria petrolera a «uno de los principales suministros del país». Hasta entonces, el gas natural se había usado básicamente como combustible industrial y como materia prima para la producción de gasolinas y del pigmento negro de carbón. Las mejoras en la construcción de canalizaciones permitió el transporte de este gas a largas distancias, hasta centros urbanos en los que sustituía a grandes cantidades de gas fabricado. Los promotores y las instituciones bancarias fueron rápidos en explotar el atractivo natural de este nuevo «suministro», y con el uso de esta designación se pudo endosar al público una enorme cantidad de financiación a base de bonos de gas natural. Como en el caso de las fábricas de hielo, se recurrió a la maniobra de combinar una explotación de gas natural con pequeñas propiedades de suministros reales. En muchos casos, la venta de estos bonos bajo el disfraz de inversiones en suministros fue un abuso bruto de la buena fe del público, porque la mayoría de producción de gas natural se utilizaba para su uso en fabricación y el negocio estaba sometido a los mismos riesgos que la industria petrolera.¹⁴⁰

¹⁴⁰ La Hamilton Gas Company fue un ejemplo de negocio de tipo casi totalmente industrial pero financiado como una compañía de suministros públicos. El resultado fue la

La anterior explicación debería haber aclarado que hay suministros y «suministros», y que los inversores no deben dar por segura la estabilidad porque una emisión se venda con esta popular etiqueta. En particular, hay que evitar estas combinaciones híbridas de servicios telefónicos o eléctricos con actividades industriales porque, en el fondo, cada una de estas combinaciones representa un intento de navegar con una bandera falsa.¹⁴¹

2. Uso del método de las deducciones previas para calcular la cobertura.

Ya hemos indicado (capítulo 9) la falacia que supone el cálculo de la cobertura de intereses una vez hecha la deducción de los cargos previos. Este método engañoso parece ya fuera de uso, pero el inversor ha de estar en guardia contra su retomo. Además, como señalamos en el capítulo 15, la práctica, todavía vigente, de declarar los beneficios sobre las inversiones en acciones privilegiadas como tantos dólares por acción, sin mencionar los cargos de intereses previos, es básicamente idéntica al método de las deducciones previas para declarar la cobertura de intereses.

3. Omisión de los cargos de depreciación al calcular la cobertura.

No puede darse ninguna razón satisfactoria del fracaso anteriormente extendido de las circulares de oferta de bonos para deducir la depreciación antes de calcular la cobertura de intereses. La depreciación es un elemento real y vital de los gastos de explotación de un suministro público. En el caso de la típica empresa bien establecida, buena parte de la reserva por depreciación anual se gasta, en realidad, para renovar el material gastado u obsoleto, de modo que no puede alegarse que la depreciación sea un simple concepto contable que no debe tomarse en serio. Naturalmente, hay espacio para la discrepancia con respecto a la cantidad de depreciación que hay que asignar a cada situación. Sin embargo, si se dedica la atención correcta al importante elemento de la obsolescencia, es poco probable que la asignación hecha por la típica empresa tipo *holding* resulte excesiva, y de hecho es más probable que se quede corta respecto de la depreciación real.¹⁴²

Según la opinión de los autores, la displicente omisión de los cargos de depreciación en el informe de ganancias aplicable a los intereses de bonos se aproxima peligrosamente a una falsificación rotunda de los datos.¹⁴³

bancarrotas y una espectacular disminución del valor de sus productos financieros.

¹⁴¹ Véanse ejemplos en la nota 25 del Apéndice.

¹⁴² Véanse los comentarios mordaces de William Z. Ripley en *Main Street and Wall Street*, pp. 172-175 y 333-336, Boston, 1927. Véase también el cap. 35 del texto para más información sobre los cargos de la depreciación de suministros.

¹⁴³ Sin embargo, esta práctica perniciosa se impulsa con las vagas provisiones que gobiernan las inversiones de los bancos en bonos de suministros en varios estados, que

Una operación igualmente engañosa la ilustra la oferta en 1924 de Cities Service Power and Light Company 6s, con vencimiento en 1944. En este caso, el contrato requería un cargo mínimo por depreciación y mantenimiento mucho menor que las ciñas realmente gastadas y reservadas por las varias subsidiarias de explotación. En el prospecto de los bonos, las ganancias se declaraban después de haber deducido la depreciación «asumida a tarifas en el contrato que aseguraba los bonos», lo que en lenguaje llano significaba que al calcular el margen de seguridad que había detrás de la emisión del bono¹⁴⁴, se minimizaba notablemente la verdadera depreciación. Este tipo de financiación lo comentaremos más adelante.

Procedimiento recomendado. Se recomienda enérgicamente que el potencial comprador de una emisión de bonos de suministros públicos se asegure de que se ha deducido de los beneficios un cargo normal de depreciación, antes de aceptar el informe declarado de cobertura de intereses. Basándose en los informes de muchas de estas empresas, parecería que una deducción de no menos del 10% del bruto se puede contemplar con desconfianza y probablemente como inadecuada. De hecho, puede justificarse la actitud conservadora de aplicar una cifra mínima equivalente a un 12% del bruto. Por supuesto, la depreciación, en realidad, se acumula como porcentaje de la cuenta de la propiedad y no de los rendimientos. Sin embargo, como hay una relación constante entre la inversión y los recibos brutos (unos 4 dólares de propiedad por cada dólar de rendimiento), lo adecuado de la cifra de depreciación puede juzgarse convenientemente mediante la referencia a los rendimientos netos. *Ejemplos que demuestran la necesidad de examinar con ojos críticos la circular de oferta.* El siguiente ejemplo real ilustra de una manera exhaustiva las prácticas anteriormente seguidas por los banqueros en las circulares en las que ofrecían bonos de suministros públicos.

Utilities Service Company. Convertible Debenture 6 1/2s, con vencimiento en 1938, ofrecida en 1928 a 99 1/2 con una rentabilidad del 6,55%. La presentación de la circular de oferta puede resumirse de la siguiente forma:

aplican el test de ganancias antes de deducir la depreciación. En Vermont, por ejemplo, la depreciación se deduce al determinar los ingresos netos de las compañías telefónicas, pero no en el caso de las compañías de gas, electricidad, agua y tracción. Véanse los comentarios de varios comités de la Investment Bankers Association of America respecto de la manera de aplicar la depreciación en las circulares de bonos, nota 26 del Apéndice.

¹⁴⁴ Esta empresa y otras, una vez han usado la base del contrato de cargar la depreciación en sus circulares de oferta de bonos e incluso sus informes anuales, casi todas han renunciado a esta práctica dudosa. Sin embargo, el prospecto de la Alabama Gas Company del 15 de septiembre de 1936 calcula la provisión para retiros en la base del contrato.

Cantidad de la emisión	3.000.000 \$
Negocio	Explota 20 compañías telefónicas y 4 empresas de hielo
Valor de la propiedad	12.500.000 \$ aplicada la depreciación, equivalente a 1.650 \$ una vez deducidas las obligaciones previas

Ganancias	Año acabado 31 mayo 1928
Bruto	3.361.000 \$
Neto antes depreciación	969.000
Deducciones anteriores	441.000
Balance por certificados de deuda	528.000
Intereses por certificados de deuda	195.000
Balance para acciones	333.000

«El balance anterior equivale a 2,71 veces en interés de esta emisión.»

Crítica a esta circular de oferta:

1. El negocio es la combinación de suministro (teléfono) y operaciones industriales (hielo), pero está más bonificada de lo que una compañía 100% de suministros podría aguantar, puesto que la deuda total es del 84% del valor tasado de la propiedad. La proporción de bruto y neto aportada por el negocio del hielo no está declarada y, por lo tanto, ha de suponerse como sustancial.¹⁴⁵

2. La omisión del cargo por depreciación del informe de beneficios es tan engañosa que parece casi fraudulenta. Las reservas de depreciación de las compañías telefónicas absorben un buen porcentaje de los recibos brutos. En el caso de la American Telephone and Telegraph System, este porcentaje es un 15% de promedio, y la misma deducción se hizo, de hecho, por parte de la principal subsidiaria de la Utilities Service Company (Lima Telephone Company). Si la depreciación a una tasa del 15%¹⁴⁶ del bruto se carga contra los rendimientos totales, la cantidad a deducir sería de 500.000 dólares y no dejaría prácticamente beneficios disponibles para el interés de los certificados de deuda. En otras palabras, en vez de cubrir el interés de los certificados de deuda 2,71 veces tal y como se declaraba, la empresa dejaría de ganar los cargos por intereses por un amplio déficit.

¹⁴⁵ Las cifras publicadas posteriormente mostraban que el negocio del hielo constituía más de la mitad del negocio total.

¹⁴⁶ Hay algunas pruebas (en decisiones judiciales y en el informe de 1939 de la Federal Communications Commission) de que los cargos de depreciación de la American Telephone and Telegraph han sido excesivamente generosos, pero esto no afecta apenas a nuestro razonamiento anterior.

Las operaciones con hielo soportarían un menor cargo de depreciación que el 15% del bruto, pero esta ventaja quedará compensada por el mayor margen de seguridad requerido para un negocio industrial. Además, si se acepta la valoración neta de 12.500.000 dólares sobre la propiedad, en cualquier caso la deducción por depreciación anual no puede ser inferior al 4% o 500.000 dólares.

3. El cálculo de la cobertura de intereses en la circular hecha por el método de las deducciones previas indicaría que los certificados de deuda estaban mejor protegidos que los derechos previos. («Ganaron sus intereses» 2,71 veces, mientras que el interés sénior quedó cubierto 2,20 veces.)

Si suponemos un cargo bajo de depreciación de 300.000 dólares anuales, y presentamos las deducciones por intereses adecuadamente, el resultado de esta oferta de bonos ha de volver a calcularse de la siguiente forma:

Bruto	3.361.000 \$
Neto antes depreciación	969.000
Depreciación (estimada).....	300.000
Balance por intereses.....	669.000
Total cargos por intereses.....	636.000
Balance para dividendos.....	33.000
Intereses obtenidos	1,05 veces

4. La declaración de que había 1.650 dólares en valor de propiedad detrás de cada certificado de deuda de 1.000 dólares se basa en un método parecidamente engañoso. La deuda en bonos agregada era de 10.500.000 dólares frente a los 12.500.000 dólares de valor tasado, de modo que la tasación mostraba solo 1.190 dólares de valor detrás de cada 1.000 dólares de deuda total.¹⁴⁷

Otro ejemplo: Puede resultar esclarecedor hacer un análisis igualmente crítico del anuncio que ofertaba Cities Service Power and Light Company Secured 6s, con vencimiento en 1944, a 96 y con una rentabilidad del 6,35%, que se publicó en abril de 1926. Los datos de beneficios que cubrían el año 1925 se presentaron sustancialmente de la siguiente forma:

¹⁴⁷ En 1932, la Utilities Service Company hizo suspensión de pagos y los titulares de certificados de deuda perdieron toda su inversión.

Bruto, incluyendo otros ingresos.....	49.662.000 \$
Neto después de gastos de explotación e impuestos.....	<u>19.096.000</u>
Deducciones:	
Cargos fijos y dividendos preferentes de subsidiarias.....	10.102.000
Depreciación (asumida a tipos en el contrato que asegura estos bonos).....	1.574.000
Intereses minoritarios.....	<u>209.000</u>
Ingresos aplicables a los intereses de Cities Service Power and Light	7.211.000
Intereses sobre esta emisión	1.466.000

Los ingresos aplicables a los intereses, como se muestra arriba, era de más de 4,9 veces máximo los requerimientos de intereses anuales en los bonos de serie A de 1.466.250 dólares, y de más de 4,1 veces máximo los requerimientos de intereses anuales de 1.736.250 dólares en toda la deuda financiada pendiente de Cities Service Power and Light Company.

Esta circular era engañosa en dos aspectos importantes: primero por emplear el método de las deducciones previas para calcular la cobertura de beneficios de los bonos ofrecidos, y en segundo lugar por usar una base de depreciación artificial y muy poco adecuada. Un estudio de la solicitud para hacer cotizar en Bolsa esta emisión en el NYSE muestra que las subsidiarias de explotación, de hecho, hicieron apropiaciones para sustituciones que ascendieron a 5.214.000 dólares en el año terminado el 30 de junio de 1925. Eso significaba cuatro veces los tipos establecidos arbitrariamente en el contrato. Una revisión de la circular de oferta, para adecuarse a la situación real respecto de la depreciación y con la manera adecuada de declarar la cobertura de intereses, mostrará el siguiente resultado:

Bruto	49.662.000\$
Neto después intereses minoría	18.887.000
Depreciación año acabado 30 jun 1925	5.214.000
Balance por cargos fijos	13.673.000
Intereses y dividendos pref. subsidiarias	10.102.000
Intereses empresa madre	1.736.000
Total cargos fijos.....	11.838.000
Balance dividendos empresa madre	1.835.000

Cargos fijos obtenidos..... 1,16 veces

Este resultado es, desde luego, muy distinto de la cobertura de 4,1 o 4,9 veces el interés que indicaba la circular de oferta.

Deducción de impuestos federales en el cálculo de la cobertura de intereses.

Los impuestos sobre la renta federales se gravan sobre los beneficios una vez deducidos los intereses abonados. De modo que las ganancias disponibles para intereses han de indicarse claramente antes de deducir los impuestos federales. En los informes corporativos a los accionistas es habitual invertir este orden y, en muchos casos, la cantidad del impuesto no aparece. Sin embargo, al analizar los números de una emisión de bonos, no es necesario revisar los informes de ingresos y añadir de nuevo los impuestos federales, reales o estimados. El motivo es que el resultado producido por esta revisión raramente dará la suficiente diferencia como para que afecte a la aparente idoneidad de la emisión del bono para inversión. Además, el error reside en el hecho de quedarse corto, lo cual no es, en absoluto, inaceptable en la selección de bonos de inversión. En general, el analista debe evitar hacer cálculos o ajustes elaborados que no sean necesarios para llegar a las conclusiones que busca.

En circulares de oferta de bonos, los ingresos disponibles para el pago de intereses se declaran normalmente antes de deducir los impuestos federales, con el fin de ofrecer el mejor resultado aceptable. A eso no se puede objetar propiamente, excepto algunas veces, en el caso de ofertas de emisiones de bonos de compañías *Holding* de suministros públicos. Estos bonos suelen ser júnior de las acciones preferentes de compañías subsidiarias, y el impuesto federal debe calcularse y deducirse antes de pagar esos dividendos. Por lo tanto, las objeciones pueden hacerse contra una presentación como la que se hizo en la circular de oferta de Cities Service Power and Light Debenture 5V2S en noviembre de 1927, en la cual los beneficios aplicables para los intereses sobre los bonos del *Holding* se declaraban antes de deducir los impuestos federales del sistema.

Capítulo 13

Otros factores especiales del análisis de bonos

«Solo la empresa madre» frente a rendimiento consolidado. Tanto las circulares de oferta de bonos como los informes anuales presentan casi invariablemente el informe de beneficios de un *kolding* de suministros públicos en forma consolidada, es decir, empiezan por los rendimientos brutos de las subsidiarias de explotación y van desglosando las cifras de gastos de explotación, depreciación, cargos fijos y dividendos preferentes de subsidiarias hasta que llegan al balance disponible para los gastos de intereses de la empresa madre y, finalmente, a la cantidad ganada en sus acciones ordinarias. También se publica, en buena parte por cuestión de forma, la cuenta de resultados de solo la empresa matriz, que muestra los dividendos percibidos de las subsidiarias de explotación y, por tanto, no indica los intereses de estas últimas y los pagos al público de dividendos preferentes. La cobertura de intereses indicada en la cuenta de resultados solo de la empresa madre es un ejemplo del método de deducciones previas y, por lo tanto, casi siempre dará un mejor resultado de los bonos de la empresa madre del que encontraremos en el informe consolidado. El inversor no debe prestar atención a las cifras de «solo la empresa madre» y debe insistir en obtener una cuenta de resultados consolidados completa.

Ejemplo: el siguiente ejemplo ilustra este punto:

TABLA 13.1
Standard Gas And Electric System, 1931

Partida	Solo empresa madre	Resultados consolidados
Bruto	16.790.000 \$	159.070.000 \$
Balance cargos fijos	16.514.000	57.190.000
Cargos fijos	4.739.000	42.226.000
Balance acciones emp. madre	11.775.000	14.964.000
Cargos fijos obtenidos	3,48 veces	1,36 veces

La empresa madre no recibió en dividendos la cantidad total obtenida por sus subsidiarias, pero, incluso con este rendimiento menor, el método de las deducciones previas dio una cobertura indicada de los intereses de bonos de la empresa madre muy superior sobre la base de sus propios resultados que sobre una base consolidada.

Dividendos de acciones preferentes de subsidiarias. En un sistema de empresa *holding*, las acciones preferentes de las importantes subsidiarias de explotación son, en efecto, sénior respecto de los bonos de la empresa madre, puesto que los intereses de esta última se cubren básicamente con los dividendos pagados sobre las acciones ordinarias de las subsidiarias. Por este motivo, los dividendos preferentes de las subsidiarias se incluyen siempre en los cargos fijos de un sistema de *holding* de suministros públicos. En otras palabras, estos cargos fijos están formados por las partidas siguientes en orden de antigüedad:

1. Interés de bonos de las subsidiarias.
2. Dividendos preferentes de las subsidiarias.
3. Interés de bonos de la empresa madre.

Esta declaración asume que todas las empresas subsidiarias tienen esencialmente la misma importancia relativa para el sistema. Una subsidiaria individual que resulte no ser rentable podría interrumpir los dividendos preferentes e incluso los intereses de los bonos, mientras que al mismo tiempo los beneficios de otras subsidiarias podrían permitir a la empresa madre continuar su propio pago de intereses y dividendos. En un caso así, que es bastante excepcional, los cargos de la subsidiaria no rentable no son preferentes respecto de los productos financieros de la empresa madre. Este punto se amplía al final del capítulo 17.

Los cargos fijos también deben incluir correctamente cualquier renta anual pagada por alquiler de propiedad que equivalga a interés de bonos o a dividendos garantizados. En la mayoría de informes de *holdings* esta práctica se respeta (por ejemplo, la Public Service Corporation of New Jersey).

El titular de acciones preferentes de una importante subsidiaria de explotación tiene, a todos los efectos, un derecho que ha sido fijado y que se puede reclamar

sobre los beneficios del sistema, equivalente al de los propietarios de bonos de la empresa madre. Sin embargo, si la empresa madre se vuelve insolvente, los titulares de las emisiones preferentes subyacentes dejan de ocupar la posición estratégica de titular de bono, puesto que ya no pueden obligar a la subsidiaria de explotación a seguir pagando sus dividendos preferentes.

Ejemplo: New York Water Service Corporation Preferred puede servir de ejemplo. La empresa es una subsidiaria de explotación de Federal Water Service Corporation, que a su vez era una subsidiaria de Tri-Utilities Corporation. Los dividendos de esta emisión y de Federal Water Service Preferred estaban posicionados como cargos fijos del sistema Tri-Utilities. Cuando la última empresa fue incapaz de pagar los intereses de sus certificados de deuda e hizo suspensión de pagos en agosto de 1931, los dividendos de estas emisiones preferentes subyacentes se cancelaron rápidamente, aunque ambas habían sido aparentemente ganadas, y los ingresos de la New York Water Service Corporation, de hecho, mostraban un aumento respecto del año anterior.

Interés de la minoría en las acciones ordinarias de subsidiarias. Los beneficios aplicables a acciones minoritarias se deducen normalmente de la cuenta de resultados después de los intereses de bonos de la empresa madre y, por lo tanto, la partida anterior no reduce el margen de seguridad tal y como se suele calcular. Preferimos restar el interés de la minoría antes de calcular la cobertura de intereses. Un tratamiento exacto precisaría un prorrateo de deducciones, pero eso conllevaría unos cálculos farragosos. Cuando el interés de la minoría es pequeño, como suele ser, la diferencia entre los varios métodos es irrelevante. Cuando es bastante grande, en cambio, los análisis mostrarán que el proceso ofrece un margen de seguridad algo superior a lo que sería estrictamente exacto, mientras que nuestro método yerra moderadamente en la posición opuesta y, por lo tanto, debería ser el elegida por los inversores conservadores.¹⁴⁵

Capitalización de cargos fijos para ferrocarriles y suministros. En el capítulo anterior señalábamos ciertas dificultades en la manera de obtener un informe justo del ratio fondos propios/deuda en el caso de los ferrocarriles y los suministros públicos. La deuda puede estar representada no solo por las emisiones de bonos, sino también por acciones garantizadas, obligaciones arrendatarias anuales y, efectivamente, también por acciones preferentes no garantizadas de subsidiarias de explotación. Al calcular la cobertura de intereses, estas partidas se procesan mediante la amplia cifra de cargos fijos, en vez de simplemente

¹⁴⁵ Véase el cálculo con los tres métodos aplicado al informe de la United Light and Railways Company de 1938; nota 27 del Apéndice.

el interés de bonos. La cantidad de capital de todas estas obligaciones se detalla normalmente con bastante claridad en el balance consolidado de una empresa de suministros; pero eso puede no ser cierto en el caso de una compañía de ferrocarril, sobre todo porque no es probable que sus obligaciones de arrendamientos queden reflejadas en el balance.

Proponemos, por lo tanto, que la deuda «real» o «efectiva» de un ferrocarril pueda calcularse multiplicando los cargos fijos por una cifra adecuada, por ejemplo, 22. Esto sería equivalente a capitalizar los cargos fijos a un tipo asumido de 4 1/2% —en otras palabras, a asumir que la verdadera deuda es esta cifra, 4 1/2% sobre lo que producirán los cargos fijos anuales. (La cifra del 4 1/2% refleja el tipo de interés actual real cargado por el conjunto del sector del ferrocarril en 1938.)¹⁴⁶

Técnica ejemplificada. Hemos sugerido que la cobertura de beneficios de ferrocarriles se aplique a las deducciones netas o a los cargos fijos (tal como se definían anteriormente), lo que dé una cifra mayor. Del mismo modo, la mayor de estas partidas ha de utilizarse como base para calcular la cantidad de capital de la «deuda efectiva» del ferrocarril. Mostramos a continuación la técnica a seguir:

Ejemplos:

New York, New Haven and Hartford Railroad

A. Deducciones netas (1932).....	18.511.000 \$
B. Cargos fijos (1932).....	17.403.000
Deducciones netas capitalizadas como 4 1/2%.....	408.000.000 \$
(Deuda financiada en balance 258.000.000 \$)	
Acciones preferentes: 490.000 acc. @ 50 (julio 1933).....	24.500.000 \$
Acciones ordinarias: 1.570.000 acc. @ 22 (julio 1933).....	<u>34.500.000</u>
Valor total mercado acciones	59.000.000 \$
Ratio acción-bono 1 a 6-9	
Deducciones netas obtenidas, 1932	0,93 veces
Deducciones netas obtenidas, promedio 7 años.....	1,57 veces

¹⁴⁶ En los pocos casos en los que un suministro público muestra pago de alquileres no reflejado en el balance, bastaría con capitalizar tal arrendamiento a, pongamos, un 472% y añadir este valor al total del producto financiero.

Chesapeake and Ohio Railway

A. Deducciones netas (1932).....	9.870.000 \$
B. Cargos fijos (1932).....	10.760.000
Cargos fijos capitalizados como 4 1/2%.....	239.000.000 \$
Deuda financiada en balance.....	222.000.000
Acciones ordinarias: 7.650.000 acc. @ 38 (julio 1933).....	291.000.000
Ratio acción-bono 1 a 82 (es decir, 1 \$ acción a 82 centavos bono)	
Cargos fijos obtenidos, 1932.....	3,21 veces
Cargos fijos obtenidos, promedio 7 años.....	3,80 veces

Conclusiones basadas en lo anterior. La «deuda efectiva» de la New Haven se calculaba a través de las deducciones netas (que son mayores que los cargos fijos porque incluyen un débito sustancial por alquiler de material, etc.). Esta deuda efectiva es considerablemente superior que la indicada en el balance. Con las acciones preferentes y ordinarias vendiéndose juntas en julio de 1933 por menos de una sexta parte de la deuda real, es evidente que en aquel momento los bonos tenían un capital accionarial insuficiente. Si se consideraba que las perspectivas eran favorables podía haber buenos motivos para comprar las acciones ordinarias por una apreciación del capital superior; pero tal posibilidad no iba de la mano de los bonos al 6% que se vendían a 92 y, por lo tanto, la compra de esta emisión no podía apoyarse en un análisis sólido.

Los resultados de la Chesapeake and Ohio, por otro lado, ofrecen un ratio fondos propios/deuda que confirma por completo el resultado satisfactorio de la cobertura de beneficios. Si el inversor estuviera satisfecho con las perspectivas de esta línea, tendría justificada la compra de sus bonos (por ejemplo, los Refunding and Improvement 4 1/2S que se vendían a 92 1/2), puesto que estos responden satisfactoriamente a los dos tests cuantitativos.

El factor capital de trabajo en el análisis de bonos industriales

Por motivos que ya hemos explicado, el informe de los activos fijos de una empresa no suele tener mucho peso a la hora de determinar la solidez de sus bonos. No obstante, la posición de los activos circulantes tiene una importancia fundamental sobre la fortaleza financiera de prácticamente todas las empresas industriales y, en consecuencia, el potencial comprador de bonos debería prestarle una atención especial. Es cierto que los bonos industriales que superan los tests restrictivos ya explicados casi siempre

tendrán un buen resultado en capital circulante, pero, no obstante, una comprobación por separado resultará conveniente para protegerse de la excepción.

El activo circulante (también llamado líquido o rápido) incluye el dinero en efectivo, los productos financieros cotizables, las cuentas a cobrar (clientes) y la mercancía en inventario.¹⁴⁷ Estas partidas equivalen a dinero en efectivo, o se espera que se conviertan en efectivo a través de la venta o el cobro durante el transcurso ordinario del negocio. Para efectuar sus operaciones eficazmente, una empresa industrial ha de poseer un exceso substancial de activo circulante sobre las obligaciones o pasivo, siendo este último todas las deudas pagables a corto plazo. Este exceso se llama capital de trabajo o activo circulante neto.

Tres requisitos con respecto al capital de trabajo. Al examinar la situación del activo circulante, un comprador de un bono industrial debe tener en cuenta tres factores:

1. Que hay una amplia disponibilidad de dinero en efectivo.
2. Que la ratio entre el activo circulante y el pasivo circulante sea elevado.
3. Que el capital de trabajo mantiene una proporción adecuada respecto a la deuda financiera.

No es factible determinar unos requerimientos mínimos definidos para alguno de estos tres factores, en especial porque la situación normal del capital de trabajo varía mucho según los distintos tipos de empresa. Se entiende generalmente que los bienes circulantes deben ser al menos el doble que la deuda o pasivo, y un ratio menor llevaría sin duda a hacer una investigación más a fondo. Sugerimos un requisito adicional para la empresa industrial ordinaria: que el capital de trabajo sea como mínimo igual a la cantidad de deuda en bonos. Esto es obviamente un criterio arbitrario, y en algunos casos puede ser indebidamente estricto, pero es interesante advertir que en el caso de cada una de las emisiones industriales que mantuvieron su posición inversora respecto del mercado durante 1932, como se indica en el capítulo 7, el capital de trabajo superaba el total de bonos.¹⁴⁸

¹⁴⁷ Hay expertos que excluyen el inventario de los activos rápidos y lo incluyen en los circulantes. Esta distinción resulta útil y sugerimos adoptarla como estándar. Ha sido seguida en el «Census of American Listed Corporations» de la SEC-WPA, una serie de estudios publicados en 1938-1940.

¹⁴⁸ General Baking alcanzó su posición durante 1932. Incluido General Baking, trece de las dieciocho empresas mostraron activos en efectivo que sobrepasaban su deuda consolidada. Ciertos tipos de industria —bollería, hielo y restaurantes— requieren nor-

En comparación con el énfasis que se hace en la posición del activo circulante de los negocios industriales, se ha prestado una atención relativamente escasa al capital de trabajo de los ferrocarriles, y nula al de los suministros públicos. El motivo es doble. Ni los ferrocarriles ni los suministros tienen el problema de financiar la producción y el transporte de existencias de mercancía o de dar extensos créditos a sus clientes. Estas empresas, además, se han acostumbrado a captar periódicamente nuevo capital con vistas a la expansión, en el transcurso de lo cual engrosan rápidamente su cuenta de efectivo si está vacía. Como la nueva financiación puede encontrarse rápidamente a través de empresas prósperas de este tipo, ni siquiera el exceso de pasivo circulante sobre los activos rápidos ha sido considerado algo grave. La experiencia reciente indica la conveniencia de grandes carteras de *cash* por parte de un ferrocarril para enfrentarse a acontecimientos de emergencia, y sería conveniente que el comprador de bonos favoreciera los suministros públicos que también mantienen una posición cómoda de capital de trabajo.

malmente una cantidad relativamente pequeña de capital de trabajo en relación con los activos y negocio totales. Para tales negocios, el requisito del 100% de cobertura de los activos circulantes netos podría resultar demasiado restrictivo. Véase nuestra posterior discusión sobre las provisiones contractuales que requieren el mantenimiento del capital de trabajo como protección de la emisión de bonos (capítulo 19).

Capítulo 14

Teoría de las acciones preferentes

Que la típica acción preferente representa una forma poco atractiva de contrato de inversión es algo que apenas se discute. Por un lado, su valor de capital y su rentabilidad son limitados; por el otro, el titular no tiene un derecho fijo y defendible ante el pago del capital o del rendimiento. Se puede decir que las acciones preferentes combinan las limitaciones de los acreedores (bonos) con los riesgos de los socios (acciones ordinarias). Y a pesar de estas fuertes objeciones teóricas, la acción preferente se ha ido convirtiendo en un factor importante de nuestra estructura financiera y ha logrado de manera evidente encomendarse al inversor americano. En 1939 había cerca de 429 emisiones preferentes diferentes que cotizaban en el NYSE, en comparación con unas 830 acciones ordinarias. En 1929, el valor de las acciones preferentes que cotizaban superaban los 8.500 millones de dólares y era prácticamente la mitad que el de los bonos corporativos en Bolsa.¹⁴⁹

El veredicto del mercado. En la posterior caída del mercado, el precio de estas acciones sufrió una disminución drástica, algo que se repetiría en menor escala en 1937-1938. Las siguientes cifras comparativas cuentan una historia interesante:

TABLA 14.1
Promedio de los productos que cotizan en la bolsa de Nueva York

Tipo de Producto	Precio máximo 1929	Precio mínimo 1932	Precio máximo 1937	Precio mínimo 1938	Precio 30 dic. 1939
Bonos corporativos EE.UU.	95,33	52,68	90,89	65,82	74,60
Acciones preferentes	84,99	25,38	75,15	46,50	61,55
Acciones ordinarias	89,94	10,59	43,29	20,44	30,16

¹⁴⁹ A finales de 1939 el valor de todas las acciones preferentes en Bolsa era de aprox. 6.250.000.000 dólares, en comparación con los 14.250.000.000 de todos los bonos corporativos en Bolsa (cifras totales del NYSE).

Estas cifras evidencian que, aunque tanto los bonos como las acciones ordinarias se han mostrado vulnerables a las condiciones adversas, no hay duda alguna de que el conjunto de las acciones preferentes están sujetas a un mayor declive porcentual. Desde luego que existe una diferencia, por un lado entre la debilidad teórica y el comportamiento poco satisfactorio de las acciones preferentes, y su extendida aceptación popular, por el otro. Un análisis en profundidad sería conveniente para determinar los verdaderos méritos de las acciones preferentes como una forma práctica de inversión.

Diferencia básica entre acciones preferentes y bonos. La diferencia esencial entre acciones preferentes y bonos es que el pago de los dividendos preferentes queda por completo en manos de la dirección, mientras que el pago de intereses a los bonos es obligatorio. Los dividendos preferentes tienen que pagarse siempre y cuando haya algún desembolso por las acciones ordinarias; pero, como los directores tienen el poder de suspender los dividendos ordinarios en cualquier momento, el derecho a cobrar del titular de acciones preferentes es, en el peor de los casos, totalmente dependiente. Sin embargo, si los beneficios de una empresa superan con regularidad y sobradamente los requisitos de los dividendos preferentes, el pago suele hacerse como algo lógico y, en estos casos, la ausencia de un derecho exigible sobre los dividendos no parece tener importancia. Eso explica la existencia de un número relativamente pequeño de emisiones preferentes de alta clasificación que se consideran iguales en calidad a los bonos sólidos y se venden a precios similares.

En el extremo opuesto están los casos en los que las corporaciones son incapaces de hacer frente a los pagos, ya sea de bonos o de acciones preferentes. En ese caso, el derecho legal del titular de bonos a recibir intereses no resulta en el pago, sino en la bancarrota. Como ya señalábamos anteriormente, el valor práctico de este remedio es dudoso, y en casi todos los casos puede afirmarse que la posición de un bono en mora es algo mejor que la de una acción preferente sin reparto de dividendos y sin bonos por delante.

De modo que, en ambos extremos, la superioridad contractual de los bonos sobre las acciones preferentes no tiene un valor sustancial. Este hecho ha llevado a muchos inversores a creer que, como regla general, la forma de bono no presenta ventajas reales sobre la forma de acción preferente. Su línea de razonamiento reza: si la empresa es buena, sus acciones preferentes son tan buenas como los bonos; si es mala, sus bonos son tan malos como las acciones preferentes.

Fragilidad debido al derecho discrecional de omitir los dividendos. Este punto de vista es muy inexacto porque no llega a tener en cuenta la

amplia franja intermedia ocupada por empresas no cualificadas de «buenas» ni de «malas», sino sujetas a variaciones e incertidumbres en cualquier dirección. Si se pudiera suponer que los directores pagarán siempre dividendos preferentes cuando les sea posible (y, por tanto, solo suspenderán los pagos en condiciones que justifiquen la morosidad de intereses si la emisión fuera un bono), entonces, ni en las situaciones intermedias, el estatus del accionista preferente sería muy inferior al del titular de bonos. Sin embargo, en la realidad este no es el caso, porque los directores ejercen a menudo su derecho a retener los dividendos preferentes cuando el pago no es en absoluto imposible, sino simplemente poco conveniente u oportuno. Una política financiera aprobada consiste en sacrificar los ingresos presentes del accionista preferente por lo que se le dice que es su bienestar futuro; en otras palabras, retener en tesorería el efectivo disponible para dividendos con el fin de hacer frente a posibles emergencias o, incluso, a expansiones futuras.

Si aceptamos incluso que dicha práctica pudiera ser ventajosa para el accionista, sigue siendo cierto que somete sus ingresos a un azar que no está presente en el caso de un bono en situación similar. Si este azar tiene alguna importancia, descalifica automáticamente la acción preferente como inversión de renta fija, porque la esencia de tales inversiones es que los ingresos tienen que ser totalmente fiables. En definitiva, cualquier acción preferente sujeta a un peligro real de reducción o suspensión de dividendos fluctuará ampliamente en valor de mercado. Hay que tener en cuenta que en todos los casos en los que los dividendos podrían continuar, pero, en cambio, se retienen «por el bien del futuro interés del accionista», el precio de cotización sufre una fuerte caída, lo que indica que el mercado inversor no coincide con la directiva en cuanto a lo que más conviene a los accionistas preferentes.

Conflictos de intereses. Casi todos los inversores preferirían seguir teniendo ingresos, incluso si es a costa de poner en peligro el futuro del negocio. Es obvio que hay un desacuerdo básico, que roza casi la contradicción lógica, entre lo que el inversor considera como su ventaja individual (es decir, la continuidad de sus ingresos a cualquier coste) y lo que está dispuesto a admitir como buena política corporativa (es decir, la suspensión de dividendos a favor del futuro). En este sentido, la cuestión del posible conflicto de intereses entre el accionista ordinario y el preferente es de indudable importancia. Retener los dividendos preferentes puede suponer una clara ventaja para las acciones ordinarias. Los directores tienen la obligación legal de representar los intereses de todos los accionistas por igual, pero como, de hecho, son elegidos casi siempre por los accionistas ordinarios, tienen tendencia a favorecer a estos últimos. Los directores también han acabado por acostumbrarse a tener en

cuenta los intereses de la propia empresa, como entidad separada de los intereses de sus propietarios —los accionistas— y siguen a menudo normativas con el objetivo aparente y el resultado de fortalecer la corporación a expensas reales de sus propietarios. Esta actitud paradójica se podría tal vez explicar, en parte, por la habitual conexión entre los directores corporativos y los jefes a sueldo.¹⁵⁰

La forma de contrato preferente suele suponer una desventaja real. Sea cual sea el motivo o la justificación, el hecho sigue siendo que los accionistas preferentes están sometidos a los peligros de la interrupción del pago de dividendos bajo condiciones que no pondrían en peligro grave el pago de intereses de los bonos. Eso significa que la forma del contrato del accionista preferente suele suponer una desventaja real.

Ejemplo: una evidente muestra de este hecho es el caso de las United States Steel Corporation Preferred, probablemente la mayor emisión de acciones sénior del mundo y, durante muchos años, representativa de estas acciones preferentes que gozaban de una alta rentabilidad. En 1931 —a pesar de que la crisis ya estaba muy avanzada— estas acciones se vendieron a un precio que daba solo el 4,67% y se creyó que ocupaban una posición irrefutable como resultado de la acumulación de sumas enormes resultado de los beneficios de los anteriores treinta años y de su aplicación a la mejora de las instalaciones fabriles, la ampliación del capital de trabajo y la retirada de casi toda la deuda en bonos. Sin embargo, inmediatamente después, un solo año de pérdidas de explotación puso en jaque los dividendos preferentes de tal manera que destruyó casi dos tercios de su precio de mercado y debilitó totalmente su posición como inversión excelente. Al año siguiente, el dividendo se redujo a 2 dólares anuales.

Esta desastrosa trayectoria se debió, por supuesto, a las pérdidas inauditas de 1932-1933. Pero si no llega a ser por la fragilidad de la forma de acción preferente, el titular de estas acciones habría tenido pocos motivos para temer la interrupción de sus ingresos. En otras palabras, si hubiera tenido un derecho fijo a los intereses en vez de una reclamación contingente sobre los dividendos, podría haber confiado con seguridad en los enormes recursos de la corporación para que se hiciera cargo de sus obligaciones. Para apoyar este enfoque, adjuntamos una breve comparación de la acción en el mercado de Inland Steel 4V2S (antes discutido) con la de United States Steel Preferred.

¹⁵⁰ Véase la ampliación de esta explicación en el cap. 44, sobre las relaciones entre los

Período	U.S. Steel Pfd.		Bonos Inland Steel 4 ¹ / ₂ s, venc. 1978	
	Precio	Rendimiento, %	Precio	Rendimiento, %
Precio máximo 1931	150	4,67	97 ³ / ₄	4,62
Precio máximo 1932	51 ¹ / ₂	13,59	61	7,54
Precio máximo, ene 1933	67	10,45	81	5,67

Ambas emisiones estaban sujetas a las mismas condiciones adversas de negocio, pero la fragilidad contractual de la United States Steel Preferred fue responsable de las pérdidas de una posición inversora que los bonos Inland pudieron conservar sin demasiadas dificultades (excepto por un breve período de inerte desmoralización en el mercado de bonos).

Derecho de voto como garantía potencia] pero generalmente inefectiva.

La fragilidad contractual de las acciones preferentes en comparación con los bonos podría reducirse notablemente si los titulares de las acciones ejercieran un control efectivo en votos sobre la empresa tan pronto como los dividendos o los fondos decrecientes fueran suspendidos. En capítulos siguientes advertiremos de que las provisiones protectoras de tal control en votos, ejercitado correctamente, puede constituir la mejor forma protectora y correctora tanto para bonos como para acciones preferentes. Eso implicaría que, de existir unas provisiones protectoras adecuadas que se aprovecharan inteligentemente, la posición práctica de los titulares de bonos y de los accionistas preferentes no sería demasiado distinta. En nuestra opinión, buena parte de la presente inferioridad de las acciones preferentes respecto de los bonos es atribuible a la incapacidad de los accionistas preferentes, bien para hacerse rápidamente con el control mediante el voto, o para ejercerlo con inteligencia una vez hecha la suspensión de dividendos. Sin embargo, nuestro análisis del rango inversor de las acciones preferentes ha de predicarse sobre el hecho indudable de que, siendo las condiciones como son, el titular individual de acciones preferentes no puede apoyarse en su derecho de voto para lograr la protección plena de sus intereses.

Rendimiento y riesgo. Volviendo al comportamiento real de las emisiones preferentes durante la última década, su historial negativo como categoría podría bien levantar la pregunta de si han de ser totalmente evitados como medio de inversión de renta fija. Sin embargo, como refutación, se puede señalar que una pequeña cantidad de acciones preferentes conservaron una clasificación inversora aun en los peores

momentos de 1932, y un número mucho mayor durante la grave recesión de 1938. Los proponentes de acciones preferentes sostendrán, además, que en las variaciones normales de las condiciones del negocio, el mayor rendimiento de este grupo compensará tal inferioridad igual que está compensada su seguridad comparada con los bonos. Se trata de un argumento que siempre atrae a los inversores durante las épocas buenas, cuando el aumento de ingresos es una realidad y el riesgo de capital parece una contingencia remota. En los malos tiempos, hay tal vez la disposición opuesta a considerar solo el descenso de capital sufrido y a olvidarse de los mayores ingresos percibidos en los años anteriores.

Para presentar una visión más amplia de esta cuestión, volvemos a nuestra discusión anterior de bonos con varios grados de seguridad, en la cual llegábamos al principio de que el riesgo y el rendimiento son en el fondo inconmensurables. Si esta afirmación es válida para los bonos, debe aplicarse con la misma fuerza a las acciones preferentes. Eso significa que comprar unas acciones preferentes a precio de inversión (por ejemplo, cerca de su valor nominal) no es un procedimiento sólido cuando se reconoce la presencia de un riesgo sustancial para el capital, pero sí cuando se espera que este riesgo sea compensado por una rentabilidad atractiva. De este principio se deduciría que las únicas acciones preferentes que pueden adquirirse propiamente como inversión son aquellas en las que, en opinión del comprador, no hay un riesgo evidente de suspensión de dividendos.

Calificación de acciones preferentes de alta clasificación. ¿Cuál debe ser la calificación de tales acciones preferentes? En primer lugar, han de cumplir todos los requisitos mínimos de un bono seguro. En segundo lugar, deben superar los requisitos mínimos por cierto margen añadido para compensar el factor discrecional en el pago de dividendos; es decir, el margen de seguridad ha de ser tan amplio que siempre pueda esperarse que las directivas den los dividendos por sentados. Y, en tercer lugar, la estipulación de estabilidad inherente en el propio negocio ha de ser más restrictiva que en el caso de una inversión en bonos, porque una empresa sometida a oscilaciones entre buenos beneficios y pérdidas temporales puede tender a suspender los dividendos preferentes durante los últimos períodos aunque sus beneficios medios superen de lejos los requisitos anuales.

El razonamiento anterior sugiere conclusiones vinculadas a la trayectoria real de acciones preferentes en 1932-1933. Dichas conclusiones no son que las acciones preferentes hayan de ser, de por sí, excluidas de la categoría inversora, sino más bien que hay que imponerles tales requisitos firmes como para limitar lo suficiente el número de emisiones idóneas. La lista que se muestra en la página siguiente com-

prende todas las acciones preferentes que cotizaban en el NYSE y que mantuvieron un precio equivalente a una rentabilidad del 1% o menos en todo momento durante 1932 y 1933.¹⁵¹ Se han añadido también ciertos datos cuantitativos relacionados con el grado de seguridad del que gozaba cada una de las emisiones.

Excepciones sólidas de acciones preferentes. La lista de acciones preferentes comprende solo el 5% del número total de emisiones que cotizaban en el NYSE en 1932. Este pequeño porcentaje confirma nuestra tesis de que una acción preferente sólida, aunque no es una imposibilidad, es un fenómeno excepcional. Puede llamarse excepcional no solo en el sentido numérico, sino también desde un punto de vista más teórico. En casi todos los casos de la lista anterior, las acciones preferentes podrían haberse sustituido por una emisión de bonos sin afectar en ningún grado material la solidez de la estructura del capital de la empresa. Eso significa que la propia empresa no sacaba ninguna ventaja especial de tener acciones preferentes circulando en vez de bonos y, por otro lado, sufría importantes desventajas debido a la deuda fiscal y al coste superior de su capital sénior.¹⁵² En otras palabras, para que una acción preferente sea totalmente sólida, la carga que imponga ha de ser tan ligera que la empresa esté igual de dispuesta a asumirla en forma de una obligación en bonos.

¹⁵¹ Excluimos Standard Oil Export Corporation 5% Preferred; Pittsburg, Fort Wayne and Chicago Railway 7% Preferred y otras acciones preferentes garantizadas porque ocupan sustancialmente la posición de bono certificado de deuda del garante.

¹⁵² Los intereses de bonos se pueden deducir de los beneficios antes de llegar a los beneficios que se declaran a Hacienda, pero los dividendos preferentes no.

TABLA 14.2

Acciones preferentes en Bolsa que mantuvieron un nivel de precio de inversión durante 1932-1933

Nombre empresa	Precio mínimo 1932-1933	Tasa en dólares	Rentabilidad sobre el precio mínimo %	Deuda financiera	Número de veces los dividendos preferentes (y cargos fijos) se ganaron en 1927-1931		Mínimo ratio de valor de mercado de ordinarias a preferentes y bonos combinados
					Promedio	Mínimo	
General Electric (Par 10\$) (Cum.)	10 ⁵ / ₈	0,60	5,6	Sí	19,19	13,75	5,09
Eastman Kodak (Cum.)	104 ⁹ / ₄	6,00	5,7	No	51,91	36,25	12,30
Duquesne Light (Cum.)	85	5,00	5,9	Sí	3,67	3,19	*
Public Service Electric & Gas (Cum.)	83	5,00	6,0	Sí	2,58	2,02	†
United States Tobacco (Non Cum.)	115	7,00	6,1	No	9,00	6,67	8,42
Procter & Gamble (2nd Preferred) (Cum.)	81	5,00	6,2	Sí	17,96‡	15,35‡	4,59
Norfolk & Western R. R. (Non-Cum.)	65	4,00	6,2	Sí	5,96	4,57	0,69
G. W. Helme (Non-Cum.)	113 ² / ₈	7,00	6,2	No	8,12	7,67	2,61
American Tobacco (Cum.)	95 ¹ / ₄	6,00	6,3	Sí	10,48§	7,26§	3,87||
Ingersoll-Rand (Cum.)	94	6,00	6,4	No	39,50	(def.)	6,06
Standard Brands (Cum.)	110	7,00	6,4	No	18,00¶	15,86	9,90
Kansas City Power & Light (Cum.)	90 ¹ / ₂	6,00	6,6	Sí	2,92	1,99	**
Otis Elevator (Cum.)	90	6,00	6,7	No	17,25	11,32	3,08
American Snuff (Non-Cum.)	90	6,00	6,7	No	8,46	7,98	2,55
National Biscuit (Cum.)	101	7,00	6,9	No	11,31	9,37	4,76
Consolidated Gas Co. of New York (Cum.)	72 ¹ / ₂	5,00	6,9	Sí	2,92	2,70	0,70
Liggett & Myers (Cum.)	100	7,00	7,0	Sí	7,06	6,20	2,09
Brown Shoe (Cum.) (fondo en caída)	100	7,00	7,0	No	5,63	5,04	1,65
Pacific Telephone & Telegraph (Cum.)	85 ¹ / ₂	6,00	7,0	Sí	1,96	1,61	0,72
Corn Products Refining (Cum.)	99 ¹ / ₂	7,00	7,0	Sí	6,90	5,73	2,18
Island Creek Coal (Par \$) (Cum.)	85	6,00	7,06	No	13,58	9,28	2,62

* No calculado. Todas las acciones ordinarias propiedad de Philadelphia Company. Sin mercado.

† No calculado. Todas las acciones ordinarias propiedad de Public Service Company of New Jersey.

‡ Años fiscales acabados a 30 de junio. Incluido el año acabado el 30 de junio de 1932, el promedio habría sido de 14,75 y el mínimo de 6,34.

§ Trata la renta anual de 2.500.000 de dólares a pagar a Tobacco Products Corporation (Nueva Jersey) como gasto de explotación. De tratarse como gasto fijo, el promedio habría sido de 6,33 y el mínimo de 4,52.

|| Los bonos al 6¹/₂ % de Tobacco Products Corporation (Nueva Jersey), con vencimiento en 2022, garantizados por el alquiler de marcas a American Tobacco Company, no incluidos con la deuda financiera de esta última. De incluir esta partida como deuda financiada de American Tobacco, el ratio stock-valor habría sido de 2,31:1.

¶ Promedio de los 2¹/₂ años desde la organización de la empresa.

** No calculado. Todas las acciones ordinarias propiedad de Continental Gas and Electric Corporation.

De este modo llegamos a la conclusión final de que las acciones preferentes sólidas no solo son excepcionales, sino, en cierto sentido, han de considerarse anomalías o errores, porque son emisiones preferentes que en realidad deberían estar en circulación como bonos. Por ello, la forma de acción preferente carece de justificación básica, desde el punto de vista de la inversión, en el sentido de que no ofrece ventajas mutuas para el emisor y para el titular. Cuando el negocio emisor saca un beneficio real de su derecho a suspender dividendos, el titular no posee una inversión de renta fija. Y, al contrario, cuando la emisión tiene una calificación alta, el emisor no obtiene ningún beneficio.

Las acciones preferentes de alta calificación suelen ser emisiones veteranas. Para corroborar la anterior conclusión, hay que señalar que las acciones preferentes industriales de *rating* elevado han alcanzado casi siempre su posición como resultado de muchos años de crecimiento próspero de la corporación después de que las acciones preferentes fueran creadas. Muy pocas acciones preferentes están tan fuertemente afianzadas en el momento de su venta original como para adaptarse a los restrictivos requisitos necesarios para una valoración inversora total. Puesto que cuando una corporación es capaz de dar un resultado tan fuerte como requerimos, casi siempre preferirá financiarse a través de una emisión relativamente pequeña de bonos, a un tipo de interés bajo y con un ahorro fiscal considerable. Esto no es aplicable a las compañías de suministros, puesto que, por motivos probablemente relacionados con el estatus de «inversión legal» de sus emisiones de bonos, prefieren tener una parte de su financiación sénior en forma de acciones. (De modo que cuatro de las cinco acciones preferentes de alta calificación de suministros incluidas en la lista anterior fueron emitidas en años recientes.) No obstante, las acciones preferentes industriales de esta lista presentan una imagen totalmente distinta. Solo una de cada quince emisiones se vendió efectivamente al público durante los últimos veinte años, e incluso en esta excepción (Procter & Gamble Company 5% Preferred) se emitió para sustituir una antigua acción preferente a un tipo de dividendo inferior. Las acciones sénior de la General Electric Company fueron el resultado de un plan de dividendos accionariales, pero las trece emisiones restantes se originaron hace mucho tiempo y deben su categoría de inversión a la prosperidad de los siguientes años.

Financiación mediante acciones preferentes 1935-1938. Nuestro punto de vista de que las acciones preferentes carecen de lógica inherente ha de exponerse con la advertencia de que no es compartido por los banqueros. La nueva financiación de los últimos años ha incluido un número considerable de ofertas de acciones preferentes. Muchas de estas han sido emisiones preferentes (convertibles, etc.) y, como tales, quedan

fuera de la presente explicación. Sin embargo, también ha habido emisiones industriales preferentes directas, al menos, ocho de ellas salieron en Bolsa en el NYSE entre 1935 y 1938.¹⁵³ Todas menos una de estas emisiones habrían cumplido nuestros restrictivos tests de seguridad y, por lo tanto, no podrían tacharse de inseguras; no obstante, en nuestra opinión, podrían haberse emitido igual o mejor como bonos.

Origen de la popularidad de las acciones preferentes. Al principio de esta discusión hacíamos referencia al papel destacado que las acciones preferentes han desempeñado en la financiación de las corporaciones estadounidenses. Sin embargo, si nuestro análisis posterior es correcto, concluyendo que esta forma de inversión directa es básicamente poco sólida, podemos preguntarnos por qué esta falta de solidez no se demostró convincentemente hace tiempo a través de la experiencia real de los inversores. La respuesta es que la gran popularidad de las acciones preferentes se desarrolló durante un período de quince años que, de manera más bien accidental, favoreció más al típico accionista preferente que al titular de bonos. Al inicio de ese período, poco antes de la Primera Guerra Mundial, la mayoría de acciones preferentes eran emisiones industriales y, la mayor parte, tenían un carácter abiertamente especulativo, vendiéndose con importantes descuentos con respecto a su valor nominal. La tremenda prosperidad y crecimiento de nuestras mayores empresas durante la guerra, y durante los años posteriores a 1922, imprimió un gran crecimiento en el estatus y, por lo tanto, en el precio de mercado de muchas de las mejores acciones preferentes industriales. En el mismo período las obligaciones de ferrocarril y transporte, que constituían la mayor parte de la lista de bonos, estuvieron sujetas a influencias de un carácter generalmente adverso. Los inversores, al observar que las típicas acciones preferentes sufrían una mejor trayectoria que el bono típico, llegaron a la conclusión lógica, aunque errónea, que las acciones preferentes eran intrínsecamente tan sólidas como los bonos.

Resultados pobres demostrados por un estudio extensivo de las acciones preferentes. Una investigación más detallada demostrará que la popularidad de las acciones preferentes se apoyaba en el excelente rendimiento de un número comparativamente pequeño de emisiones industriales prominentes y bien establecidas desde hacía tiempo. Durante la última parte del período en estudio, las mucho más numerosas emisiones nuevas de acciones preferentes industriales, vendidas por la fuerza de su popularidad, no tuvieron un resultado tan bueno. Se hizo un estudio bajo la dirección de la Harvard School of Business Administration

¹⁵³ Fueron emitidas por Champion Paper and Fibre, Continental Can, Du Pont, General Foods, Loose-Wiles Biscuit, Monsanto Chemical, G. C. Murphy y Scott Paper.

que cubría todas las ofertas de nuevas acciones preferentes desde el 1 de enero de 1915 hasta el 1 de enero de 1920, que estaban entre 100.000 dólares y 25.000.000 de dólares en tamaño (607 emisiones en total). Este demostró que el precio medio de 537 emisiones de las cuales pudo obtenerse la cotización el 1 de enero de 1923 había descendido a una cifra del 28,8% por debajo del precio de oferta original (de 99 a 7072), de modo que sus compradores habían sufrido una disminución de capital mayor que todo el rendimiento obtenido. Las conclusiones a las que llegaba este estudio inductivo eran muy desfavorables con las acciones preferentes como forma de inversión directa.¹⁵⁴

Un estudio más reciente. Una investigación más reciente publicada por el Bureau of Business Research de la Universidad de Michigan lleva a su autor a ofrecer una opinión bien distinta.¹⁵⁵ Sus «tests» de acciones preferentes precedidas por emisiones de bonos (tanto de ferrocarril como industriales) indican claramente que las acciones sénior de este tipo no constituyen un medio satisfactorio de inversión. No obstante, con respecto a las acciones preferentes industriales no precedidas por bonos, los tests del autor lo llevan a la conclusión contraria. De estas, afirma que «parecen cumplir los más rigurosos tests de inversión» y, también, que una inversión diversificada en estas emisiones parecería «ofrecer tanto un grado de seguridad para el capital como una rentabilidad mayor que la conseguida por los bonos industriales o de ferrocarril».

La deducción de que es mejor comprar acciones preferentes sueltas, que con bonos delante, es sin duda sólida, puesto que el segundo grupo es claramente más vulnerable a los desarrollos adversos. Sin embargo, en nuestra opinión, los métodos seguidos en esta investigación están abiertos a ciertas objeciones que merman mucho el valor práctico de sus otras conclusiones.¹⁵⁶ Un rasgo del estudio, sin embargo, merece un comentario especial. Las cifras detalladas demuestran de manera notable que la estabilidad de casi todas las acciones preferentes consideradas dependía directamente de un aumento de valor de las acciones ordinarias. El accionista preferente tenía un resultado satisfactorio solo mientras las acciones ordinarias demostraban ser una especulación rentable. Tan pronto como cualquier acción ordinaria bajaba por debajo del precio

¹⁵⁴ No se han podido obtener cotizaciones, ni de las casas emisoras, de 70 de las 607 emisiones. Por tanto, las pérdidas para el inversor fueron sin duda mayores de lo que se indicaba para los 537 casos estudiados estadísticamente. Para más detalles de este estudio, véase Arthur S. Dewing, «The Role of Economic Profits in the Return of Investments», *Harvard Business Review*, vol. 1, pp. 451, 461-462; Arthur S. Dewing, *Financial Policy of Corporations*, libro vi, cap. 2, pp. 1198-1199, Nueva York, 1926.

¹⁵⁵ Rodkey. Roben G., *Preferred Stocks as a Long Term Investment*, Ann Arbor, University of Michigan Press, 1932.

¹⁵⁶ Para una breve declaración del enfoque del doctor Rodkey y a las objeciones posteriores, véase la edición de 1934 de su obra, nota 25 del Apéndice.

original en valor de mercado, las acciones preferentes hacían lo mismo.

Una inversión sujeta a tales condiciones es claramente imprudente. Sería un caso de cara o cruz: «cara: gana el accionista ordinario; cruz: pierde el preferente». Uno de los principios básicos de la inversión es que la seguridad de un producto financiero con un rendimiento limitado no debe básicamente depender jamás de la futura expansión de los beneficios. Si el inversor está convencido de que se producirá dicha expansión, desde luego deberá comprar las acciones ordinarias y participar de sus beneficios. Si, como suele ser el caso, no puede estar tan seguro de la prosperidad futura, no debe exponer su capital al riesgo de perderlo (comprando acciones preferentes) sin oportunidades compensatorias de mejora.

Capítulo 15

Técnica de selección de acciones preferentes para invertir

Nuestro comentario sobre la teoría de las acciones preferentes nos llevó a la conclusión práctica de que una emisión preferente para inversión ha de cumplir todos los requisitos de un buen bono, con un margen de seguridad añadido que compense sus desventajas contractuales. De modo que, al analizar una emisión de acciones sénior, deben aplicarse los mismos tests que sugeríamos antes y que describimos cuando hablábamos de bonos.

Sugerencia de requisitos más restrictivos. Para que los tests cuantitativos sean más restrictivos, hay que aumentar un poco la cobertura mínima de beneficios por encima de la que indicábamos para los varios grupos de bonos. El criterio que proponemos es el siguiente:

TABLA 15.1
Cobertura mínima de beneficios medios

Clase de empresa	Para inversión en bonos	Para inversión en acciones preferentes
Suministros públicos	1 ³ / ₄ veces los cargos fijos	2 veces los cargos fijos más los dividendos preferentes
Ferrocarriles	2 veces los cargos fijos	2 ¹ / ₂ veces los cargos fijos más los dividendos preferentes
Industrial	3 veces los cargos fijos	4 veces los cargos fijos más los dividendos preferentes

Estos incrementos en la cobertura de beneficios sugieren que hay que hacer un avance correspondiente en el ratio fondos propios-deuda. Podría argumentarse que, puesto que se trata de un test secundario, apenas es necesario cambiar la cifra. Pero la coherencia de tratamiento requeriría que la cobertura del mínimo fondos propios-deuda se eleve de una manera

parecida a la que se muestra en la tabla de más adelante.

Los márgenes de seguridad arriba indicados son materialmente superiores a los anteriormente aceptados como adecuados, y podría objetarse que estamos imponiendo requisitos de un rigor irracional y prohibitivo. Es cierto que estas condiciones habrían descalificado a buena parte de la financiación en acciones preferentes hecha en los años anteriores a 1931, pero tal severidad habría sido beneficiosa para el público inversor. Una estabilización general del negocio y de las condiciones financieras podría justificar posteriormente una actitud más indulgente hacia la cobertura mínima de beneficios, pero hasta que tal estabilización haya sido realmente apreciable durante un período de tiempo considerable, la actitud de los inversores hacia las acciones preferentes ha de mantenerse extremadamente crítica y exigente.

Clase de empresa	Ratio actual mínimo fondos propios-deuda	
	Para inversión en bonos	Para inversión en acciones preferentes
Suministros públicos	2 \$ bonos a 1 \$ acción	1 1/2 \$ bonos y preferentes a 1 \$ acción júnior
Ferrocarriles	1 1/2 \$ bonos a 1 \$ acción	1 \$ bonos y preferentes a 1 \$ acción júnior
Industrial	1 1/2 \$ bonos a 1 \$ acción	1 \$ bonos y preferentes a 1 1/2 \$ acción júnior

Con respecto a la lista de acciones preferentes ofrecida en el capítulo 14, hay que señalar que en el caso de todas las emisiones industriales, el ratio fondos propios-deuda en su mínimo superaba 1,6 a 1, y también que la cobertura media de beneficios era 5,6 veces mayor.¹⁵⁷

La mera presencia de deuda financiera no descalifica las acciones preferentes para la inversión. Es adecuado pensar en si una clasificación de inversiones ha de limitarse a las acciones preferentes no precedidas por bonos. Es evidente que la ausencia de deuda financiera es un rasgo deseable en una emisión preferente; se trata de una ventaja parecida a la de tener una primera hipoteca de una propiedad en vez de una segunda. Por ello no es extraño que las acciones preferentes sin bonos previos hayan dado un mejor resultado, «como categoría», que las de empresas con

¹⁵⁷ No creemos necesario proponer un aumento en tamaño mínimo por encima de las cifras recomendadas para la inversión en bonos.

deuda financiera. Sin embargo, a partir de este dato más bien evidente, no se deduce que todas las acciones preferentes precedidas por bonos sean malas inversiones, como tampoco puede decirse que todos los bonos de segundas hipotecas son de menor calidad que todas las primeras hipotecas. Tal principio conllevaría el rechazo de todas las acciones preferentes de suministros públicos (puesto que, invariablemente, tienen bonos previos) si bien estos están mejor considerados como grupo que las industriales preferentes sin bonos. En el test extremo de 1932, además, un porcentaje considerable de las emisiones preferentes que se mantuvieron estaban precedidas por deuda financiera.¹⁵⁸

Condenar un producto financiero tan fuertemente asentado, como la General Electric Preferred en 1933, porque tenía una emisión de bonos mínima anterior hubiera sido absurdo. Este ejemplo debería ilustrar de manera convincente la inherente imprudencia de someter la selección de inversiones a normas estrictas de carácter cualitativo. En nuestra opinión, la presencia de bonos previos a una acción preferente es un hecho que el inversor debe tomar en consideración, tomando mayores precauciones de las que de lo contrario podría ejercer. No obstante, si el historial de la empresa es lo bastante impresionante, las acciones preferentes podrían merecer todavía entrar en la categoría de inversión.

Recomendación de tomar la deducción total como base de cálculo.

Al calcular la cobertura de beneficios de las acciones preferentes precedidas de bonos, es absolutamente necesario que el interés de los bonos y el de las acciones preferentes se consideren juntos. La práctica casi universal de declarar los beneficios de las acciones preferentes por separado (en dólares por acción) es exactamente igual de falaz que el método de las deducciones previas para calcular el margen por encima de los intereses en un bono júnior. Si la emisión de una acción preferente es mucho menor que la deuda financiera, las ganancias por acción indicarán que los dividendos preferentes se ganan más veces que los intereses de bonos. Tal declaración puede no tener ningún sentido o bien implicar que los dividendos preferentes son más seguros que los intereses de los bonos de la misma empresa..., lo que es algo totalmente absurdo.¹⁵⁹ (Véanse ejemplos en la p. 279.)

Las acciones West Penn Electric Company Class A son, en realidad, una emisión preferente secundaria. En este ejemplo, la declaración habitual hace que los dividendos preferentes parezcan más seguros que los intereses de bonos, y como la emisión de Clase A es pequeña, hace que

¹⁵⁸ De las veintiuna emisiones de estas citadas en el capítulo 14, once estaban precedidas por bonos, a saber, cinco suministros, un ferrocarril y cinco (de quince) industriales.

¹⁵⁹ Véase nota 28 del Apéndice, comentario sobre la negligencia de este punto por parte de los autores de libros de texto sobre inversión.

esta segunda preferente parezca mucho más segura que los bonos o que la primera preferente. La declaración correcta muestra que los requisitos de la Clase A se cubren 1,26 veces en vez de 7,42... una diferencia enorme. El método erróneo de declarar la cobertura de beneficios era probablemente responsable en buena parte del alto precio al que se vendieron en 1937 las acciones de Clase A (108). Resulta interesante observar que, aunque en 1932 las acciones de Clase A habían caído a 25, más tarde se vendieron repetidamente a un precio más alto que la emisión preferente al 7%. Obviamente, algunos inversores siguieron deslumbrados por las cifras de beneficios por acción e imaginaron que las segundas preferentes eran más seguras que las primeras preferentes.

Explicación de una aparente contradicción. Nuestros principios de cobertura del dividendo preferente llevan a una contradicción aparente, es decir, que los accionistas preferentes de una empresa han de requerir una cobertura mínima mayor que los accionistas de la misma empresa; en cambio, por la naturaleza del caso, la cobertura real tenderá a ser menor, puesto que, en cualquier corporación, los intereses del bono solo se ganan obviamente con un mayor margen que los intereses de bono más los dividendos preferentes combinados. Este hecho ha creado la impresión entre los inversores (y algunos autores) de que los tests de una acción preferente sólida pueden ser propiamente menos restrictivos que los de un bono sólido.¹⁶⁰ Pero esto no es cierto en absoluto. La realidad es que, cuando una empresa tiene tanto bonos como acciones preferentes, las acciones preferentes solo pueden ser lo bastante seguras si los bonos son mucho más seguros de lo necesario. A la inversa, si los bonos son solo lo bastante seguros, las acciones preferentes no pueden ser sólidas. A continuación mostramos dos ejemplos de ello:

¹⁶⁰ Véase, por ejemplo, la siguiente cita de R. E. Badger y H. G. Gutman, *Investment Principles and Practices*, Nueva York, 1941: «De manera parecida, es regla general que, de promedio, los intereses de bonos industriales han de cubrirse al menos tres veces con el fin de que el bono sea considerado seguro», (p. 316); «Desde el punto de vista del autor, una acción preferente industrial ha de considerarse especulativa a menos que los cargos y los requisitos de dividendos combinados se obtengan al menos dos veces durante un período de años.» (p. 319); «Uno probablemente acertará al afirmar que, cuando se ganan dos veces los cargos, incluidos los cargos de intereses de los bonos de la empresa titular, la presunción está a favor de la solidez de tal emisión de la empresa. Igualmente, cuando la combinación de requisitos de los cargos previos y los dividendos preferentes se ganan 1,5 veces, las acciones preferentes de la empresa titular serán considerados positivamente.» (p. 421.)

Véase también FF Burtchett, *Investments and Investment Policy*, Nueva York, 1938, p. 325, donde el autor reclama una mayor cobertura de los cargos fijos de bonos que de las acciones preferentes de las empresas comercializadoras.

FIGURA 15.1

Ejemplos de métodos correctos e incorrectos de calcular la cobertura de beneficios de las acciones preferentes

A.	Colorado Fuel and Iron Company:		Cifras de 1929
	Ganado para intereses de bonos		3.978.000 \$
	Cargos intereses		1.628.000
	Dividendos preferentes		160.000
	Balance para ordinarias		2.190.000
	Declaración típica incorrecta		Declaración correcta
	Car. int. ganados	2,4 veces	Car. int. ganados
	Div. Priv. ganados	14,7 veces	Int. y div. Priv.
	Beneficio por acción preferente	117,50 \$	Ganados
			2,2 veces
	Nota: la anterior declaración de beneficios sólo sobre las acciones preferentes es inútil o resulta peligrosamente engañosa.		
B.	Warner BROS. Pictures, Inc.:		Año acabado el 28 agosto 1937
	Ganado para intereses		10.760.000 \$
	Cargos intereses		4.574.000
	Dividendos preferentes		379.000
	Balance para ordinarias		5.789.000
	Declaración típica incorrecta		Declaración correcta
	Car. int. ganados	2,35 veces	Car. int. ganados
	Div. Priv. ganados	14,8 veces	Int. y div. Priv.
	Beneficio por acción preferente	56,99 \$	Ganados
			2,1 veces
C.	West Penn Electric Company		Cifras de 1937
	Bruto		40.261.000 \$
	Neto antes de cargos		13.604.000
	Cargos fijos (incluye dividendos preferentes de subsidiarias)		8.113.000
	Dividendos de acciones preferentes al 7% y al 6%		2.267.000
	Dividendos de acciones Clase A (júnior al 6% y 7% priv.)		412.000
	Balance para Clase B y ordinarias		2.812.000
	Declaración típica incorrecta		Declaración correcta
	Intereses o	Beneficio	Veces
	dividendos obtenidos	por acción	revalorizado
	Car. Fijos		Car. fijos
	6% y 7% priv.		1,68 veces
	(combinadas) ..	16,11 \$	Car. y div. Priv.
	2,42 veces		1,31 veces
	Clase A	54,79	Car. Fijos, div. Priv.
	7,43 veces		y div. de Clase A
			1,26 veces

Año	Liggett & Myers Tobacco Co.		Commonwealth & Southern Corp.	
	Cobertura de intereses	Cobertura de internos y divisiones preferentes	Cobertura de gastos fijos	Cobertura de gastos fijos y dividendos preferentes
1930	15,2	7,87	1,84	1,48
1929	13,9	7,23	1,84	1,55
1928	12,3	6,42	1,71	1,44
1927	11,9	6,20	1,62	1,37
1926	11,2	5,85	1,52	1,31
1925	9,8	5,14	1,42	1,28

La cobertura de dividendos preferentes de Liggett Myers (incluyendo, por supuesto, el interés de bonos) está sustancialmente por encima de nuestro mínimo sugerido de cuatro veces. La cobertura de interés de bonos por sí sola está, por lo tanto, muy por encima del mínimo requerido más pequeño, es decir, tres veces. Por otro lado, la cobertura de cargos fijos de la Commonwealth and Southern en 1930 era solo de más o menos el mínimo propuesto de *VU* veces. Eso significaba que, mientras que los distintos bonos podían considerarse para inversión, las acciones preferentes al 6% no tenían ninguna posibilidad, y la compra de esta emisión a un precio por encima de su valor nominal en 1930 era un craso error.

Fórmula engañosa de los «dólares por acción». Cuando unas acciones preferentes no tienen bonos previos, las ganancias pueden presentarse ya sea como tantos dólares por acción o como tantas veces los requisitos de dividendos. La segunda forma es claramente preferible por dos motivos. El motivo más importante es que la utilización de la fórmula «dólares por acción» en casos donde no hay bonos tiende a fomentar su uso en los casos en los que los hay. Los analistas financieros y los inversores inteligentes han de hacer un esfuerzo especial por evitar y censurar este método engañoso de declarar la cobertura de dividendos preferentes, y eso puede hacerse mejor si dejamos totalmente de lado la forma de cálculo de «dólares por acción». Como segundo motivo, hay que advertir que la importancia de los dólares obtenidos por acción depende del precio de mercado de las acciones preferentes. Las ganancias de 20 dólares por acción serían mucho más favorables en una emisión preferente que se vendiera a 80, que en una que se vendiera a 125. En un caso, las ganancias serían del 25%, en el otro solo del 16%, sobre el precio de mercado. La

cifra de dólares por acción pierde todo el valor comparativo cuando el valor nominal es de menos de 100 dólares, o cuando hay acciones sin valor nominal con un tipo de dividendos bajo por acción. Las ganancias de 18,60% por acción en 1931 de las S. H. Kress and Company 6% Preferred (valor nominal 10 dólares) son, por supuesto, mucho más favorables que las de 20 dólares por acción en algunas acciones preferentes del 7% con un valor nominal de 100 dólares.

Cálculo del ratio fondos propios-deuda. La técnica de aplicación de este test a las acciones preferentes es similar a la del test de cobertura de beneficios. Los bonos, de haberlos, y las acciones preferentes han de considerarse juntos, y el total debe compararse con el precio de mercado de solo las acciones ordinarias. Cuando calculamos la protección de un bono, la emisión preferente es parte del capital accionaria!; pero, cuando calculamos la protección detrás de una acción preferente, la acción ordinaria es, por supuesto, su único producto júnior. En los casos en los que hay una emisión preferente primera y una segunda, la segunda preferente se añade a las acciones ordinarias para calcular el capital que hay detrás de la primera preferente.

TABLA 15.2
Ejemplo de cálculo de ratios acción-valor de acciones preferentes
Procter & Gamble Company

Capitalización	Cantidad avanzada	Precio mínimo 1932	Valor precio min. 1932
Bonos	10.500.000 \$		
8% priv. (1ª)	2.250.000	@ 140	3.150.000 \$
5% priv. (2ª)	17.156.000	@ 81	13.900.000
Ordinarias	6.140.000*	@ 20	128.200.000

*Número de participaciones.

A. Ratio fondos propios-deuda para bonos	$\frac{3.150.000 + 13.900.000 + 128.200.000}{10.500.000}$	= 13,8:1
B. Ratio acción-valor para 1ª preferente	$\frac{13.900.000 + 128.200.000}{10,500,000 + 3,150,000}$	= 10,4:1
C. Ratio acción-valor para 2ª preferente	$\frac{128.200.000}{10,500,000 + 3,150,000 + 13,900,000}$	= 4,6:1

¿Debe el valor de mercado de las acciones ordinarias compararse con el valor nominal o de mercado de las preferentes? En la mayoría de casos, daría absolutamente lo mismo usar una cifra o la otra. Hay, sin embargo, un número creciente de preferentes sin valor nominal (y también unas cuantas como Island Creek Coal Company Preferred y Remington Rand, Inc., Second Preferred, en las cuales el valor nominal real es totalmente distinto del valor declarado).¹⁶¹¹⁶² En estos casos, un equivalente debería haberse construido a partir de la tasa de dividendos. Debido a estos casos y también a los que el precio de mercado tiene tendencia a diferir materialmente del valor nominal (por ejemplo, Norfolk and Western Railway Company 4% Preferred en 1932 o Eastman Kodak 6% Preferred en 1939), la mejor regla parecería usar el precio de mercado o las acciones preferentes regularmente para calcular los ratios fondos propios-deuda. Por otro lado, se recomienda la utilización regular del valor real de las emisiones de bonos, más que de su precio de mercado, porque es mucho más conveniente y no conlleva los problemas que acabamos de exponer respecto de las acciones preferentes.

Emisiones no acumulativas. La desventaja teórica de las acciones preferentes no acumulativas en comparación con una emisión acumulativa es muy parecida a la inferioridad de las acciones preferentes en general en comparación con los bonos. El inconveniente de no poder obligar al pago de dividendos en las acciones preferentes en general iguala casi al del caso de las emisiones no acumulativas de no poder recibir en el futuro los dividendos retenidos en el pasado. Este último arreglo es tan ostensiblemente injusto que algunos compradores de productos financieros nuevos (que están dispuestos a casi todo) objetan a las emisiones no acumulativas, y durante muchos años las nuevas ofertas de acciones preferentes directas han tenido casi invariablemente el rasgo acumulativo.⁶ Las emisiones no acumulativas se han originado generalmente como resultado de los planes de reorganización en los que los titulares de antiguos productos financieros se han visto prácticamente forzados a aceptar cualquier tipo de producto que se les ofrecía. Sin embargo, en los años recientes, las acciones preferentes creadas a través de la reorganización han sido primordialmente acumulativas, aunque en algunos casos esta provisión se hace operativa solo después de cierto intervalo. Austin Nichols and Company 5\$ Preferred, por ejemplo, se emitió bajo un Plan de Reajuste en 1930 y se hizo acumulativa en 1934.

¹⁶¹ Island Creek Coal Preferred tiene un valor nominal declarado de 1 dólar y Remington Rand, Inc. Second Preferred de 25 dólares, pero ambas emisiones llevan un dividendo de 6 dólares y tienen derecho a 120 dólares y 100 dólares por acción respectivamente en caso de liquidación. Su valor nominal real es, obviamente, de 100 dólares. Lo mismo es cierto para American Zinc Lead, and Smelting First 5 dólares Prior Preferred y 162 dólares (Second) Preferred; el valor nominal de cada uno es de 25 dólares.

National Department Stores Preferred, creada en 1935, se hizo totalmente acumulativa en 1938.

Objeción principal a la provisión no acumulativa. Una de las objeciones principales a la provisión no acumulativa es que permite a los directores retener dividendos hasta en los años prósperos, cuando se han obtenido en abundancia, y el dinero así ahorrado se acumula en beneficio de los accionistas ordinarios. La experiencia demuestra que los dividendos no acumulativos raras veces se pagan, a menos que resulten necesarios por el deseo de declarar dividendos en las ordinarias; si el dividendo ordinario se interrumpe más tarde, el dividendo preferente casi siempre se suspende poco después.^{163 164}

Ejemplo: St. Louis-St. Francisco Railway Company ofrece el típico ejemplo. No se pagaron dividendos en las (antiguas) acciones preferentes entre 1916 y 1924, a pesar de que los dividendos se ganaron en su totalidad en casi todos estos años. No se empezó a pagar hasta inmediatamente antes de que se iniciara el pago de dividendos y las ordinarias; y se siguió (en las acciones preferentes) menos de un año después de que los dividendos ordinarios se suspendieran en 1931.

La injusticia manifiesta de tal procedimiento llevó a los tribunales de Nueva Jersey (en el caso de la United States Cast Iron Pipe)¹⁶⁵ a decidir que si los dividendos se obtienen sobre unas acciones preferentes no acumulativas pero no se pagan, entonces el titular tiene derecho a recibir tales cantidades más tarde, antes de que se pueda pagar nada en las ordinarias. Eso significó que, en Nueva Jersey, unas acciones preferentes no acumulativas recibían un derecho acumulativo sobre los dividendos hasta el punto que se ganaban. Sin embargo, el Tribunal Supremo de Estados Unidos tomó una decisión contraria (en el caso Wabash Railway)¹⁶⁶ al afirmar que, aunque la provisión no acumulativa puede

¹⁶³ Las únicas acciones preferentes directas importantes vendidas a accionistas o al público desde la guerra fueron las St. Louis-San Francisco Railway Company Preferred. En el caso de la Illinois Central Railroad Company Noncumulative Preferred, el privilegio de conversión hacía sombra al incentivo en el momento de la emisión.

¹⁶⁴ Kansas City Southern Railway Company 4% Noncumulative Preferred, que pagó dividendos entre 1907 y 1929 mientras las ordinarias no recibían nada, es una notable excepción a esta afirmación. St. Louis Southwestern Railway Company 5% Noncumulative Preferred recibió plenos dividendos durante 1923-1929 mientras no se hacía ningún pago en las ordinarias; pero durante un periodo todavía más largo los dividendos preferentes, aunque todavía se obtenían, eran total o parcialmente retenidos (y, por tanto, irrevocablemente perdidos).

¹⁶⁵ *Day v. United States Cast Iron Pipe and Foundry Company*, 94 N.J.Eq. 389, 124 Atl. 546 (1924), *aff'd*, 96 N.J. Eq. 738, 126 Atl. 302 (1925); *Moran v. United States Cast Iron Pipe and Foundry Company*, 94 N.J.Eq. 389, 124 Atl. 546 (1924) *aff'd*, 96 N.J. Eq. 698, 126 Atl. 329 (1925).

¹⁶⁶ *Wabash Railway Company et al v. Barclay et al.*, 280 U.S. 197 (1930) revocando *Barclay v. Wabash Railway*, 30 Fed. (2nd) 260 (1929) Véase comentario en A. A. Berle, Jr. y

provocar grandes dificultades en el titular, este accede a ellas al aceptar la emisión. Se trata indudablemente de una ley bien fundamentada, pero las objeciones inherentes a la provisión no acumulativa son tan grandes (principalmente por la oportunidad que da a los directores de llevar a cabo prácticas injustas) que parecería aconsejable que muchos estados adoptaran como norma la decisión de Nueva Jersey de prohibir la creación de acciones preferentes totalmente no acumulativas, obligándolas a hacerse acumulativas al menos hasta el punto de obtención de dividendos. Este resultado se ha logrado en una serie de casos individuales mediante la inserción de provisiones estatutarias adecuadas.¹⁶⁷

Características de la lista de 21 acciones preferentes con grado de inversión. De unas 440 acciones preferentes que cotizaban en la NYSE en 1932, solo 40, o el 9%, eran no acumulativas. De estas, 29 eran emisiones de ferrocarriles o tranvías urbanos y solo 11 eran industriales. Sin embargo, al lector le sorprenderá advertir que de solo 21 acciones preferentes que se vendían de manera continua como inversión en 1932, no menos de 4 eran no acumulativas. En esta lista pueden encontrarse otras peculiaridades que se podrían resumir de la siguiente manera:

1. Tanto el número de emisiones no acumulativas como el número de acciones preferentes son proporcionalmente mayores entre las 21 «buenas» empresas que en la lista de la Bolsa en conjunto.
2. La industria más bien representada es el negocio del tabaco de mascar, con tres empresas.
3. Peculiaridades varias:
 - a. Solo una emisión tiene una provisión de fondo de amortización.
 - b. Una emisión es una segunda preferente (Procter & Gamble).
 - c. Una tiene un valor nominal de solo 1 dólar (Island Creek Coal).
 - d. Una era cancelable a cerca del precio mínimo de mercado de 1932-1933 (General Electric).

Temas de forma, título o derecho legal, relativamente inmateriales.
Confiamos en que ningún partidario acérrimo del método inductivo

G. C. Jeans, *The Modern Corporation and Private Property*, pp. 190-192.

¹⁶⁷ Véanse, por ejemplo, las provisiones de George A. Fuller Company \$3 Convertible Stock; Aeolian Company 6% Class A. Preferred; United States Lines Company Convertible Second Preferred. Se puede observar una tendencia en la dirección de las acciones preferentes con este tipo de provisión en numerosos planes recientes de reorganización de ferrocarriles. Véanse los distintos planes presentados en 1936-1938 para la Chicago and Eastern Illinois Railroad, Missouri Pacific Railroad, Erie Railroad, St. Louis-San Francisco Railroad. Un ejemplo de los primeros de este tipo de preferentes es el de Pittsburg, Youngstown y Ashtabula Railway. Pero aquí el dividendo se convierte en acumulativo solo si se gana la tasa completa de 7 dólares y se ha pagado menos.

deducirá, a partir de estas cifras, que: (1) las preferentes no acumulativas son superiores a las emisiones acumulativas; (2) que las preferentes precedidas por bonos son superiores a las que no tienen bonos; o (3) que el negocio del tabaco de mascar es la oportunidad de inversión más segura. La importancia real de estos resultados inesperados es más bien la clara confirmación que ofrecen a nuestra tesis básica que los asuntos de forma, título o derecho legal son relativamente poco importantes y que el resultado obtenido por la emisión individual es de una importancia relevante. Si de unas acciones preferentes se pudiera esperar que paguen sus dividendos sin cuestionarlo, entonces, el hecho de si son acumulativas o no sería una cuestión puramente académica, de la misma manera que los derechos contractuales inferiores de unas acciones preferentes comparados con los de un bono dejarían de tener un significado práctico. Puesto que los dividendos de United States Tobacco Company Preferred se obtuvieron más de dieciséis veces en el año de crisis de 1931 —y puesto que, además, la empresa había estado dispuesta a comprar una parte importante de la acción preferente a precios de hasta 125 dólares por acción—, la falta de una provisión acumulativa provocó que los participantes no se preocuparan en absoluto. Este ejemplo debe, obviamente, considerarse excepcional; y como aspecto práctico de la regulación de inversión tenemos que sugerir que por muy impresionante que sea el resultado de unas acciones preferentes no acumulativas, sería conveniente seleccionar una emisión acumulativa para su adquisición, con el fin de disfrutar de una mayor protección en caso de adversidades inesperadas.¹¹

Importancia de la cantidad más que de la mera presencia de las obligaciones sénior. El número relativamente amplio de empresas de nuestra lista que tienen bonos pendientes de pago es también interesante, lo que demuestra que no es la mera presencia de bonos sino más bien la cantidad de la deuda previa lo que tiene una grave importancia. En tres casos, los bonos tenían pendiente solo una suma nominal, como resultado del hecho de que casi todas esas empresas tenían un historial largo, de modo que algunas de ellas arrastraban pequeños restos de antigua financiación con bonos.^{168 169}

¹⁶⁸ Véase, por ejemplo, el caso de American Car and Foundry Company 7% Noncumulative Preferred. Durante muchos años anteriores a 1928, esta emisión se vendió por encima de la United States Tobacco Company 7% Noncumulative Preferred. En 1929 cumplió treinta años de pago de dividendos ininterrumpido, los veinte últimos de los cuales su precio de mercado no había bajado nunca de 100. Sin embargo, en 1932 se pasaron por alto los dividendos y la cotización cayó a 16. De forma parecida, Atchison, Topeka and Santa Fe Railway Company Preferred, una emisión no acumulativa al 5%, pagó dividendos completos entre 1901 y 1932 y se consideró durante mucho tiempo una inversión brillante. En 1931 el precio alcanzó 10874, a medio punto de conseguir un máximo récord histórico, y

Por casualidad, estas tres acciones preferentes industriales no acumulativas de nuestra lista pertenecen a empresas que se dedican al negocio del tabaco de mascar. Es un hecho interesante, no porque demuestre la primacía inversora del tabaco, sino porque ofrece un claro aviso de que el inversor no puede juzgar con seguridad las ventajas o desventajas de un producto financiero por su reacción personal con el tipo de negocio al que se dedica la empresa. Un historial excepcional durante un período prolongado en el pasado, además de claras indicaciones de su estabilidad inherente, de la ausencia de razones concretas para esperar un cambio sustancial a peor en el futuro ofrecen, probablemente, la única base sólida disponible para la selección de una inversión de valor fijo. Las peculiaridades varias de nuestra lista proporcionan también indicaciones útiles de que los asuntos de forma o los pequeños inconvenientes (véase punto 3 arriba) no tienen una importancia esencial sobre la calidad de la inversión.

una rentabilidad de solo el 4,6%. Al año siguiente el precio cayó a 35, y al siguiente el dividendo se redujo a una base de 3 dólares. Más tarde se recuperó al 5%, pero en 1938 los dividendos fueron omitidos totalmente. Esta historia puede hacer reflexionar a los inversores dispuestos a pagar 112 por Norfolk and Western 4% Noncumulative Preferred en 1939.

¹⁶⁹ Estas empresas eran General Electric, American Tobacco y Com Products Refining. El estudio de la Universidad de Michigan dirigido por el doctor Rodkey reconoce este punto e ignora en parte ciertas emisiones de bonos que llegan a no menos del 10% del capital y el superávit.

Capítulo 16

Income bonds y productos financieros garantizados

I. *Income bonds*

La posición contractual de un *income bond* (bono sobre beneficios, a veces también llamado «bono de ajuste») está a medio camino entre la de un bono directo y la de una acción preferente. Prácticamente todas las obligaciones sobre los beneficios tienen un vencimiento definido, de modo que el titular tiene un derecho no calificado a la recuperación de su capital en una fecha prefijada. A este respecto, su posición es totalmente similar a la del titular de un bono ordinario. Sin embargo, debe señalarse que a los *income bonds* se les asigna casi siempre una fecha de vencimiento lejana, de modo que, en el típico caso de estudio, el derecho al repago no suele tener demasiada importancia práctica. De hecho, hemos descubierto solo un caso de titulares de *income bonds* que hayan recibido realmente el repago de su capital total por motivo de vencimiento.¹⁷⁰

El pago de intereses es a veces absolutamente discrecional. En el tema del pago de intereses, algunos *income bonds* están casi exactamente en la misma posición que las acciones preferentes, porque los gestores tienen prácticamente una total discreción sobre las cantidades a pagar a los titulares. Las provisiones habituales requieren que los intereses se paguen siempre que haya ingresos disponibles, pero hay muchas cláusulas contractuales que permiten a los directores apartar cualquier parte de los ingresos que crean oportuna para gastos de capital u otros menesteres, antes de determinar el balance «disponible». En el caso de los Green Bay and Western Railroad Company Income Debentures «Serie B», las sumas

¹⁷⁰ Fue la emisión de 500.000 dólares de Milwaukee Lake Shore and Western Income 6s, emitida en 1881, asumida por el Chicago and Northwestern en 1891, y repagada a su vencimiento en 1911. Las St. Louis and San Francisco Railway Company Income 6s and Adjustment 6s fueron convocadas a repago a valor nominal en 1928, lo que significó treinta y dos y veintisiete años, respectivamente, antes de su vencimiento. Esto resultó una suerte porque la línea hizo suspensión de pagos en 1932. La historia de los «Frisco» entre su emergencia de la suspensión en 1916 y su posterior recaída en 1932 es un ejemplo extraordinario de la irresponsabilidad tanto de inversores como de especuladores, que cayeron seducidos por una leve mejora, mostrada en unos pocos años de prosperidad general, para colocar una alta calificación en los productos financieros de un ferrocarril con un historial anterior pobre y una estructura de capital muy pesada.

pagadas entre 1922 y 1931, ambos inclusive, constituían solo el 6%, aunque los beneficios equivalían a un poco menos del 22%. Los contratos más recientes (por ejemplo, Colorado Fuel and Iron Company Income 5s, con vencimiento en 1970) tienden a poner límites definidos en el porcentaje de beneficios que se les pueden retener de ese modo a los titulares de bonos, pero un grado considerable de decisión se reserva normalmente a la dirección. Se puede decir que pueden encontrarse emisiones individuales de *income bonds* que ilustran prácticamente todos los pasos intermedios entre acciones preferentes directas y bonos ordinarios.

Baja calificación inversora de la categoría de *income bonds*. Como los derechos contractuales de los *income bonds* son siempre más o menos superiores a los de las acciones preferentes, podría creerse que una proporción mayor de *income bonds* que de acciones preferentes merecerían la calificación inversora. Sin embargo, esta no es la cuestión. De hecho, solo conocemos un caso de *income bonds* que haya mantenido el rango de inversión de manera sostenida durante un período de tiempo, y se trata de Atchison, Topeka and Santa Fe Railway Company Adjustment 4s, con vencimiento en 1955.¹⁷¹ Tenemos aquí un contraste entre teoría y realidad, siendo el motivo, por supuesto, que los *income bonds* han sido emitidos casi exclusivamente en relación con reorganizaciones corporativas y, por lo tanto, han estado asociados a empresas de clasificación crediticia secundaria. El propio hecho de que los pagos de intereses dependan de los beneficios implica la probabilidad de que las ganancias puedan ser insuficientes. Los dividendos de acciones preferentes dependen igualmente de los beneficios, pero no llevan asociada la misma implicación. De modo que el estatus de los *income bonds* como inversión general se considera como si hubiera sido gobernado por las circunstancias bajo las cuales estuvieron creados, más

¹⁷¹ Después de más de cuarenta años de pago ininterrumpido de intereses, esta emisión cayó temporalmente en desgracia en 1938. Los intereses del 1^o de mayo (en bonos que tenían derecho a intereses semianuales) se aplazaron pero se pagaron seis meses más tarde. El precio cayó de 10374 a 7572, pero luego se recuperó a 9674, todo en el año 1938. Esta recuperación es un destacado ejemplo sobre la avidez de los inversores por los llamados «bonos de primera».

Algunos *income bonds* garantizados de ferrocarriles arrendados han mantenido una alta posición inversora similar a la de las acciones de ferrocarril garantizadas.

Ejemplo: Elmira and Williamsport Railroad Income 5s, con vencimiento en 2862, garantizados por la Pennsylvania Railroad y por una importante subsidiaria. (Adviértase el vencimiento a mil años.) Obsérvese también la posición de Chicago, Terre Haute and Southwestern Income 5s, garantizados por Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad, en la reorganización de ese sistema (*infra* p. 294).

Entre las nuevas cosechas de *meóme bonds*, uno fue clasificado de emisión de inversión casi desde el principio: Allied Owners Corporation 4s-5s, prácticamente garantizados por Loews, Inc. En opinión del autor, no existía ninguna razón para convertir esto en un *income bond* en la reorganización de 1936.

que por los derechos legales que llevan asociados. Para utilizar una analogía: si se hubiera tratado de una práctica generalizada, como en Inglaterra, evitar las emisiones de bonos hipotecarios siempre que fuera posible, utilizándolos solo cuando un crédito dudoso hiciera necesaria la protección, entonces podríamos descubrir¹⁷² que los bonos hipotecarios en general ocupan una posición inversora claramente inferior a la de los bonos certificados de deuda.

Probable incremento del volumen de *income bonds*. Si miramos hacia delante, puede ser cierto que, en el futuro, las obligaciones de beneficios muestren una mayor proporción de emisiones de inversión de las que encontramos entre acciones preferentes. Las numerosas reorganizaciones originadas por la crisis de 1930-1933 y la continuada debilidad de los beneficios de los ferrocarriles han creado una nueva hornada de *income bonds*, y algunas de estas empresas pueden mejorar luego tanto su posición como para colocar sus obligaciones en la categoría de inversión, tal como ocurrió con Atchison, Topeka and Santa Fe después de su reorganización en 1895. También está la cuestión, hasta ahora casi pasada por alto, de que los *income bonds* producen un ahorro considerable en los impuestos corporativos en comparación con las acciones preferentes, sin importantes desventajas compensatorias. Algunas empresas fuertes podrían algún día llegar a sustituir sus actuales acciones preferentes —o a hacer su nueva financiación— a través de obligaciones de beneficios, con el fin de ahorrar impuestos, de la misma manera que ahora están creando artificialmente valores nominales bajos para sus acciones con el fin de reducir los impuestos de transferencia asociados. Un desarrollo de este tipo en el futuro podría tener como resultado un número respetable de emisiones de *income bonds* que merezcan clasificarse como inversiones de renta fija.¹⁷³

Cálculo de los márgenes de seguridad para *income bonds*. La técnica de analizar los resultados de los *income bonds* es idéntica a la de

¹⁷² Este demostró ser de hecho el caso de la financiación industrial de 1937-1939. Prácticamente todas las emisiones de bonos eran certificados de deuda y se vendieron a tipos de interés inusualmente bajos. Puede decirse, creemos, que los certificados de deuda industriales tienen ahora la connotación de producto financiero de tipo más alto que los bonos hipotecarios industriales.

¹⁷³ La Associated Gas and Electric Company utilizó el mecanismo de «bonos» convertibles en acciones preferentes «a opción de la empresa» y obtuvo su ahorro de impuestos sin el lío de una obligación en forma de bonos fijos. La forma de *income bond* habría sido mucho menos engañosa para el inversor ordinario que este raro invento.

Los *income bonds* han sido favorecidos por encima de las acciones preferentes en las reorganizaciones de ferrocarril debido a las restricciones legales de las compañías de seguros, que les prohibían retener las acciones preferentes en lugar de sus antiguos bonos. Cabe la posibilidad de que esta consideración, además del ahorro en impuestos, pudiera inducir a las corporaciones a hacer una nueva financiación a través de *income bonds* en lugar de acciones preferentes.

las acciones preferentes. Por supuesto, deben evitarse los cálculos de beneficios sobre la emisión tomada aparte, aunque dichos cálculos sean facilitados por las agencias estadísticas.

Sugerimos que la cobertura mínima de beneficios recomendada en el capítulo anterior para acciones preferentes se requiera también para los *income bonds* cuando se seleccionan como inversiones de valor fijo.

Ejemplo: El siguiente análisis de la cuenta de beneficios de la Missouri-Kansas- Texas Railroad Company de 1930 ilustrará el método correcto de tratar todos los productos financieros sénior de una empresa con bonos de ajuste. Muestra también cómo los dos métodos de calcular los cargos fijos de un sistema ferroviario (comentado en el cap. 12) deben aplicarse al análisis de *income bonds* y acciones preferentes.

Adviértase que los intereses de los *income bonds* o bonos de ajuste no forman parte de los cargos de intereses totales cuando se calcula la cobertura de los bonos de interés fijo. A este respecto, la posición de un *income bond* es exactamente la misma que la de una acción preferente. Adviértase también que el informe de los servicios de estadística del que se obtuvo un 57,29% en los M-K-T Adjustment 5s (es decir, que los «intereses se cubrieron» más de once veces) no tiene ningún valor o resulta engañoso.

Importancia de estas cifras para el inversor a principios de 1932. Los beneficios de 1930 fueron un poco inferiores al promedio de la década y se podrían, aparentemente, considerar como una justa indicación de la capacidad de generar beneficios de M-K-T. La cobertura de las acciones preferentes fue claramente inadecuada desde cualquier punto de vista inversor. La cobertura de los intereses de los bonos de ajuste desde una base más conservadora (el método de las deducciones netas) estuvo por debajo de nuestros requisitos mínimos de 2 1/2 veces, de modo que esta emisión no se habría clasificado como inversión. La cobertura para el interés del bono fijo estaba considerablemente por encima de nuestro mínimo e indicaba un grado de protección satisfactorio.

FIGURA 16.1
Missouri-Kansas-Texas Railroad Company, año 1930
 (cifras en miles de dólares)

Ingresos brutos	45.949 \$
Ingresos explotación ferrocarril (neto después de impuestos)	13.353
Ingresos brutos (neto después de alquileres, más otros ingresos)	12.009
Cargos fijos (intereses fijos y otras deducciones)	4.230
Balance por intereses de ajuste	7.779
Intereses de ajuste	696
Balance para dividendos (ingresos netos)	7.083
Dividendos preferentes	4.645
Balance para acciones ordinarias	2.438

Neto después de impuestos supera ingresos brutos. Por tanto, aplicar el test de las deducciones netas.

Deducciones netas = diferencia entre el neto después de impuestos y el balance por intereses de ajuste
 = 13.353 \$ - 7.779 \$

		Cobertura sobre ingresos	
Deducciones netas	= 5.574 \$	$\frac{13.353 \$}{5.574 \$}$	= 2,40
Deducciones netas e intereses ajuste	= 6.270	$\frac{13.353 \$}{6.270 \$}$	= 2,14
Deducciones netas, intereses de ajuste y dividendos preferentes	= 10.915 \$	$\frac{13.353 \$}{10.915 \$}$	= 1,22

Naturalmente, el desastroso declive de beneficios en 1931-1933 no se podía haber previsto ni se podía haber hecho ninguna protección para salvaguardarse del mismo. El precio de mercado de las obligaciones fijas de M-K-T sufrió considerablemente en 1932, pero, como la estructura de deuda de la empresa era relativamente conservadora, no se acercó tanto a la insolvencia como la mayoría del resto de transportistas. De hecho, en 1932-1934 pagaron intereses por los bonos de ajuste a pesar de no tener la obligación de hacerlo.

Vale la pena describir los desarrollos posteriores por su importancia práctica en la inversión en bonos. La siguiente tabla resulta instructiva:

Año	Balance para intereses	Cobertura sobre ingresos netos	Variación por año	
			4 ¹ / ₂ s, 1978	Adj. 5s
1930	11.999.000	2,40	92 ¹ / ₂ -101	86-108 ¹ / ₂
1931	5.579.000	1,22	43 ¹ / ₂ - 98	34-95
1932	4.268.000	1,01	36-70 ³ / ₄	13-60
1933	3.378.000	0,86	55-77 ¹ / ₂	32 ³ / ₄ -65
1934	2.093.000	0,65	63 ¹ / ₈ - 83 ³ / ₄	29-62 ¹ / ₂
1935	2.457.000	0,71	28 ¹ / ₂ - 64	11 ¹ / ₄ -36 ¹ / ₂
1936	4.773.000	1,09	52 ¹ / ₂ - 83	30 ³ / ₄ -74 ³ / ₄
1937	3.274.000	0,86	38-79 ³ / ₄	18 ¹ / ₂ -80
1938	1.120.000	0,49	25-45 ³ / ₄	10-24

Puede observarse que las ganancias de 1930 no resultaron ser una guía para la futura capacidad de generar beneficios de M-K-T. Sin embargo, ese error no tuvo por qué resultarle muy caro a un inversor individual que adquiriera los bonos de interés fijo en 1931. A pesar de la caída de beneficios y de su merma en calidad inversora, durante los seis años siguientes tuvo varias oportunidades de vender ventajosamente. Como señalamos más adelante (cap. 21), la técnica correcta de inversión habría llevado a esa venta, a la vista de los resultados cambiantes.

Después de 1934, solo se pagaron intereses de bonos de ajuste en 1937. La variación de precios de esta emisión resulta interesante básicamente como reflejo de la inconsciencia de los compradores de bonos. Adviértase que en los máximos de 1937 pagaron el mismo precio por los bonos de ajuste 5s que para los 4¹/₂S, a pesar de la cobertura de beneficios totalmente inadecuada y de que, en 1932, 1934 y 1935, la emisión sénior se había vendido a un precio que representaba más de dos veces los ajustes.

Sénior income bonds. Hay unos pocos ejemplos de *income bonds* que son sénior en derecho sobre otros bonos de interés fijo. Los Atchison Adjustment 4s son el mejor ejemplo de ello, a los que siguen las emisiones de certificados de deuda de interés fijo al 4%, que se han vendido con regularidad a un precio menor, excepto por un breve período en 1938. Esta situación también es cierta en el caso del St. Louis Southwestern Railway Company Second Income 4s.¹⁷⁴ Mientras que la posición teórica de estos

¹⁷⁴ Los distintos planes de reorganización de esta vía férrea (1936-1939) dan todos un mejor tratamiento a los Second Income 4s del que se ofrece a las emisiones júnior de interés fijo. Un caso inusual lo constituyen los Wabash Railway Noncumulative Income Deben-

bonos es más bien confusa, el procedimiento práctico de rigor es, obviamente, tratar los intereses a partir de ahí, cuando tratamos del conjunto del sistema, como parte de los cargos fijos de la empresa.

II. Emisiones garantizadas

No hay ninguna calidad inversora asociada a las emisiones garantizadas como tales. Los inversores sin experiencia podrían imaginar que la palabra «garantizado» conlleva un elemento positivo de seguridad; pero no hace falta decir que el valor de cualquier garantía depende estrictamente de las condiciones financieras de quien la ofrece. Si el garante no tiene nada, la garantía no vale nada. En comparación con la actitud del inversor novato, Wall Street tiene tendencia a subestimar el valor de las garantías, tal como lo indican los precios menores que suelen tener las emisiones garantizadas respecto de los certificados de deuda o incluso las acciones preferentes del garante. Esta sofisticada desconfianza de los garantes procede del caso de la Kanawha and Hocking Coal and Coke Company en 1915, cuando el ferrocarril garante intentó evitar su responsabilidad arguyendo que la garantía, hecha en 1901, estaba más allá de sus poderes corporativos y que, por lo tanto, no tenía ningún valor. Este intento de eludir la responsabilidad, animado por los pleitos *anti trust* en los tribunales federales y de Ohio, al final resultó ser un auténtico fracaso, pero proyectó una sombra sobre el valor de todos los garantes de la que veinticinco años más tarde^{175 176} todavía no se han liberado. No conocemos ningún caso importante en el que una empresa solvente se haya librado de las consecuencias de su garantía a través de un tecnicismo legal.¹⁷⁷

6s, con vencimiento en 1939, cuyos intereses eran pagaderos «de los ingresos netos». Aunque se llamaban certificados de deuda, están asegurados por un derecho directo y tienen prioridad sobre los Wabash Railroad Refunding and General Mortgage. Aunque por sus condiciones tienen derecho a recibir intereses no acumulativos según beneficios, estos intereses se pagaron con regularidad de 1926 a 1938, a pesar de que la empresa hizo suspensión de pagos en 1931 y se declaró morosa en 1931 ante los intereses (fijos) de las hipotecas júnior en 1932. Esta emisión también recibió un tratamiento superior en los distintos planes de reorganización de la Wabash presentados hasta finales de 1939.

¹⁷⁶ Véase en nota 29 del Apéndice, una historia resumida de este famoso caso.

¹⁷⁷ Sin embargo, la siniestra forma de insolvencia que recoge el cap. 11 de la Ley Chandler (Bancarrotas Federales) ha sido aprovechada para inducir a los titulares de emisiones garantizadas a modificar su contrato sin sacrificio de la empresa garante y a forzar la aceptación de las condiciones modificadas a los titulares minoritarios. *Ejemplo*: modificación de la garantía del Trinity Building 5¹/₂S por la United States Realty and Improvement propuesta en marzo de 1939.

Eso contrasta con el pago íntegro en octubre de 1932 de la parte no adquirida de la Savoy Plaza Corporation Debenture 5¹/₂S, que también había sido garantizada por United States Realty and Improvement. En ese momento, los bonos no garantizados de primera hipoteca del Savoy Plaza se habían vendido hasta a un precio de 5. Adviértase también el pago íntegro en 1939 de Utica Clinton and Binghamton Railroad First 5s a través de fondos proporcionados por el Delaware and Hudson Railroad, el garante, aunque Delaware and

Posición de las emisiones garantizadas. Si una empresa garantiza el pago de intereses, dividendos o capital, el incumplimiento de esta obligación la expone a la insolvencia. La reclamación contra el garante tiene la misma posición que una deuda no asegurada de la empresa, de modo que las emisiones garantizadas merecen la misma calificación que un bono certificado de deuda del garante y una mejor situación que la de sus acciones preferentes. Una emisión garantizada puede tener también derecho a la calificación de inversión debido a su posición y poder de beneficio independientes de la garantía. En tales casos, la garantía puede ampliar su seguridad, pero no puede mermarla ni siquiera si la propia empresa garante está en mala posición.

Ejemplos: Los Brooklyn Union Elevated Railroad 5s (véase el capítulo 2) estaban garantizados por la Brooklyn Heights Railroad Company que, en 1919, hizo suspensión de pagos. Sin embargo el bono salió indemne de la reorganización por su propia posición preferente en el Brooklyn Rapid Transit System. De manera similar, los dividendos de la U.S. Industrial Alcohol Company Preferred estaban garantizados por Distilling Company of America. Esta última cayó en bancarrota, pero la Alcohol Company pudo continuar fácilmente con sus propios beneficios y más tarde retirar la emisión de acciones preferentes a 125.

Unas acciones ordinarias o preferentes totalmente garantizadas por otra empresa tienen estatus de emisión de bonos desde la posición del garante. Si la garantía acaba no valiendo nada, de forma natural volvería a la posición de una acción: normalmente sería una emisión débil, pero podría ser fuerte, como en el caso de la U.S. Industrial Alcohol Company Preferred antes mencionada. Una situación similar existe con respecto a los *income bonds* de una empresa garantizados por otra (por ejemplo, Chicago, Terre Haute and Southeastern Railway Company Income 5s,^s garantizados por Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad Company).

El valor de una garantía es a veces muy evidente cuando una parte de una emisión está garantizada y la otra no.

Hudson llevaba muchos años sin explotar la línea.

⁸ Estos *income bonds* recibieron intereses de manera continuada (hasta 1939) a pesar de la suspensión de pagos de la empresa garante en 1935 y de la morosidad de todas sus obligaciones. Esto no fue debido a la garantía, sino a la importancia estratégica y los beneficios sustanciales de la división Terre Haute. Adviértase que en este caso, un *income bond* divisional de segunda hipoteca tuvo mejores resultados que la primera hipoteca sobre la línea principal del sistema. Los hechos, y no las condiciones, determinan el rendimiento de una inversión.

Ejemplo:

Anacostia and Potomac River Railroad First 5s, vencimiento en 1949

500.000\$ garantizados por Washington Ry. & Elec. Co.....Precio 110 en 1939
2.100.000\$ no garantizados..... Precio 80 en 1931

En este caso, la cobertura de beneficios de la empresa Anacostia fue inadecuada (1,36 veces en 1938), pero la de la empresa garante fue alta (más de 4 veces en 1938 de manera consolidada y más de 11 veces ese año en base solo a la empresa madre, incluyendo los intereses por los cuales era supeditadamente responsable).

Importancia de las condiciones exactas de una garantía. Los términos exactos de una garantía tienen, obviamente, una influencia vital sobre su valor. Una garantía solo de los intereses seguramente será mucho menos importante que la garantía también del capital.

Ejemplos: Philippine Railway Company First 4s, con vencimiento en 1937, tenía garantizados solo los intereses por parte del gobierno de las Filipinas. Los beneficios de la línea por sí sola eran escasos. Los intereses se pagaron puntualmente hasta el vencimiento, pero el capital quedó en mora. El precio de bono reflejaba esta situación, puesto que no se vendió a más de 39 desde 1929.¹⁷⁸

Minneapolis, St. Paul and Saulte Sainte Marie Railroad First Consolidated 4s and 5s con vencimiento en 1938: todos los bonos al 4% y la mitad de los bonos al 5% temen garantizados solo los intereses por la Pacific Canadian Railway. El capital quedó en mora a su vencimiento y la Canadian Pacific dejó de pagar intereses, con lo que el precio de los bonos cayó hasta 6.¹⁷⁹

Por otro lado, los First and Refunding 5¹/₂S de esta empresa, Serie B, con vencimiento en 1978 —una obligación júnior— tienen también garantizados los intereses por parte de Canadian Pacific y, de acuerdo con la garantía, siguieron cobrando intereses después de que la obligación sénior quedara en mora. En 1939 estos bonos se vendieron a 64, mientras que las emisiones júnior se vendieron a 6. Adviértase que en 1931 se

¹⁷⁸ Los esfuerzos de un comité protector para intentar que el gobierno filipino comprara los bonos o asumiera la responsabilidad del capital no hizo más que provocar un escándalo y una sentencia de prisión para el director del comité en 1939. Los bonos se vendieron a 7 en 1939.

⁵⁰ En 1939 los titulares de bonos emprendieron acciones legales para obligar a la Canadian Pacific a seguir pagando intereses hasta cubrir el capital.

vendieron incluso a 35, mientras que las 1st Consolidated Guaranteed 5s, con vencimiento en 1938, lo hicieron a 45 y el Canadian Pacific (no aseguradas) Debenture Stock se vendió a $56\frac{7}{8}$. Está claro que el valor de la garantía a largo plazo de la Canadian Pacific, en 1931, no era totalmente apreciada.

Una desventaja parecida está asociada a la garantía de dividendos aplicada durante un período limitado.

Ejemplos: El funcionamiento actual de tal situación se mostraba en el caso de las acciones ordinarias de la American Telegraph and Cable Company, garantizadas por el 5% de los dividendos (solo) durante cincuenta años desde 1882 por la Western Union Telegraph Company mediante un contrato que terminaba en 1932. Debido al largo historial de reparto de dividendos, los inversores acabaron finalmente considerando el dividendo como un fijo, y hasta 1922 las acciones se vendieron a 70. Sin embargo, mientras tanto, el valor estratégico o comercial de las propiedades arrendadas de cable iba disminuyendo rápidamente, de modo que el valor de las acciones al término del contrato podía ser muy pequeño. En 1930 se hizo un pacto con Western Union por el cual los accionistas de la American Telegraph and Cable recibían el equivalente a unos 20 dólares por el capital de sus acciones.¹⁸⁰

Un ejemplo poco habitual de la importancia de los términos exactos de una garantía lo encontramos en Pratt and Whitney Preferred (retirado en 1928). Según los manuales de productos financieros, el dividendo de esta emisión estaba garantizado por su empresa madre, Niles-Bement-Pond. No obstante, de hecho, la empresa Niles accedió a compensar los dividendos de Pratt and Whitney Preferred solo cuando a Niles le quedaran beneficios disponibles para ello después de haber pagado sus propios dividendos preferentes. De modo que, entre noviembre de 1924 y junio de 1926, los accionistas de Pratt and Whitney no recibieron dividendos ni tampoco los pudieron reclamar a Niles-Bement-Pond. En vista de la posibilidad de tales provisiones especiales, hay que ser muy cauteloso a la hora de obtener información precisa sobre las condiciones de una garantía antes de adquirir un producto financiero amparado por la misma.

Garantías conjuntas y de varios. Dichas garantías las dan más de una empresa para cubrir la misma emisión, y cada empresa acepta la responsabilidad no solo por su parte prorrateada, sino también por la parte

¹⁸⁰ Un inversor avisado podía haber advertido esta posibilidad a partir de los informes aparecidos en las declaraciones anuales de Western Union, desde 1913, por los que las propias participaciones de esta empresa en las acciones de la American Telegraph and Cable se cancelaban anualmente hacia un valor estimado de 10 dólares por acción en 1932.

de cualquier otro garante que pueda caer en morosidad. En otras palabras, cada empresa garante es potencial mente responsable de la cantidad total de la emisión. Puesto que dos o más patrocinadores son mejor que uno, los bonos que llevan una garantía conjunta pueden tener ventajas especiales.

Ejemplo: El tipo más conocido de emisiones respaldadas por esta clase de garantía son los bonos de las estaciones de ferrocarril. Un ejemplo notable lo ofrece Kansas City Terminal Railway Company First 4s, con vencimiento en 1960, que están garantizados conjuntamente y por no menos de doce ferrocarriles, todos ellos usuarios de las instalaciones de la empresa. Los doce garantes son los siguientes: Atchison, Alton, Burlington, St. Paul, Great Western, Rock Island, Kansas City Southern, M-K-T, Missouri Pacific, 'Frisco, Union Pacific y Wabash.

El valor de cada uno de estos garantes por separado ha variado mucho de una vía a otra y de un momento a otro, pero al menos tres de las empresas han mantenido la suficiente fortaleza financiera de manera continuada como para asegurar a los titulares de bonos Terminal que su obligación se cumpliría sin dificultad. Los inversores no han apreciado del todo la protección superior proporcionada por la responsabilidad combinada de los doce transportistas en comparación con cada uno de ellos por separado. El historial de precios muestra que la Kansas City Terminal Railway Company 4s a menudo vendió a precios no superiores a los de las emisiones representativas de las compañías garantes por separado que más tarde resultaron ser de solidez dudosa, mientras que la seguridad del bono Terminal nunca fue cuestionada.¹⁸¹

De modo que para los inversores parecería una buena política favorecer los bonos de este tipo, que conllevan la garantía de una serie de empresas sustanciales, sobre las obligaciones de una empresa individual.

Bonos del Federal Land Bank. .Un aspecto algo distinto de la garantía conjunta y de varios aparece en el importante caso de los bonos del Federal Land Bank, asegurados por depósitos de hipotecas de granjas. Las obligaciones de cada uno de los doce bancos por separado están garantizadas por los once restantes, de modo que cada bono del Federal Land Bank es en realidad una deuda de todo el sistema. Cuando se organizaron estos bancos, se creó simultáneamente un grupo de Joint Stock Land Banks que también emitían bonos, pero las obligaciones de un Joint Stock Bank no estaban garantizadas por los otros.¹⁸² Ambos grupos

¹⁸¹ Véanse datos de apoyo en la nota 30 del Apéndice.

¹⁸² La palabra «conjunto» (*joint*) en el título se refería a la propiedad de las acciones de los distintos intereses, pero puede haber creado una impresión desafortunada entre los inversores de que había una responsabilidad conjunta por parte del grupo de bancos por las obligaciones de cada uno. Para un relato exhaustivo y una crítica de estos bancos, véase Cari H. Schwartz, «Financial Study of the Joint Stock Land Banks», Washington, D.C., 1938.

de bancos territoriales estaban bajo la supervisión del gobierno de Estados Unidos y los bonos de ambos quedaron exentos de impuestos federales. Prácticamente todas las acciones de los Federal Land Banks fueron suscritas originariamente por el gobierno de Estados Unidos (el cual, sin embargo, no asumió responsabilidad de sus bonos); las acciones del Joint Stock Land Bank quedaron en manos privadas.

Al inicio de este sistema dual, los inversores estaban dispuestos a considerar la supervisión federal y la exención fiscal como una garantía práctica de la seguridad de los bonos *Joint Stock* del Land Bank y, por lo tanto, estuvieron dispuestos a comprarlos con un rendimiento de solo medio punto porcentual por encima del que daban los bonos del *Federal Land Bank*. Al comparar los bonos *Joint Stock* no garantizados con los bonos federales garantizados de común acuerdo, podían haberse hecho las siguientes observaciones:

1. En caso de éxito absoluto del sistema de préstamos rurales, la garantía resultaría superflua, puesto que todas las emisiones de bonos por separado habría disfrutado de una amplia protección.
2. En caso de fracaso absoluto del sistema, la garantía resultaría inútil, puesto que todos los bancos resultarían igualmente insolventes.
3. Para cualquier etapa intermedia entre estos dos extremos, la garantía conjunta y de varios podría resultar extremadamente útil. Eso sería especialmente cierto para los bonos de un distrito de préstamos rurales sujetos a condiciones extremadamente adversas de carácter local.

Teniendo en cuenta que el sistema de préstamos rurales era una iniciativa nueva y no ensayada previamente, los inversores tenían que haberse cubierto con las máximas medidas de protección. Aquellos que, en su afán por obtener el medio punto adicional de rendimiento prescindieron de la garantía conjunta cometieron un flagrante error de juicio.¹⁸³

⁴Una serie de emisiones de acciones conjuntas se declararon morosas en 1930-1932; buena parte se vendieron a precios de suspensión de pagos, y todas ellas cayeron a nivel de precios especulativo. Por otro lado, entre los bonos del Federal Land Bank, no solo no hubo morosidad, sino que sus precios tuvieron una caída relativamente moderada y se mantuvieron continuos a nivel inversor. Esta experiencia mucho más satisfactoria del inversor en bonos del Federal Land Bank se debió en buena parte al capital adicional suscrito por el gobierno de Estados Unidos a estos bancos, y a la supervisión más estricta a la que estuvieron sujetos, pero la garantía conjunta y de varios demostró ser, sin duda, de una gran utilidad.

Adviértase también que los bonos de Joint Stock Land Bank se declararon inversiones legales aptas para fondos de inversión en muchos estados, y permanecieron así después de 1932 a pesar de su seguridad claramente inadecuada. Desde mayo de 1933, a los Joint Stock Land Banks se les ha prohibido emprender nuevos negocios y se ha procedido a una liquidación disciplinaria.

Capítulo 17

Productos financieros garantizados (continuación)

Hipotecas inmobiliarias y bonos hipotecarios garantizados

La práctica de garantizar productos financieros alcanzó su máximo desarrollo en el campo de las hipotecas inmobiliarias. Estas garantías son de dos tipos distintos: el primero es el que otorga la corporación implicada en la venta de las hipotecas o las participaciones hipotecarias (o un afiliado); el segundo, una forma más reciente, es la garantía otorgada por una compañía de seguros independiente que asume la responsabilidad contingente a cambio de unos honorarios.

La idea que subyace debajo de las garantías hipotecarias es evidentemente la de un seguro. Favorece al titular de la hipoteca protegerse, aún a costa del rendimiento, contra la posibilidad de contrariedades que afecten a su propiedad particular (como un cambio en el tipo de vecindario). Entra dentro del ámbito de la práctica sólida de los seguros ofrecer esta protección a cambio de una prima adecuada, siempre y cuando, obviamente, todas las fases del negocio se gestionen con prudencia. Dicho procedimiento tendrá mayores posibilidades de éxito si:

1. Los préstamos hipotecarios se hacen de manera conservadora desde el principio.
2. La garantía o compañía aseguradora es grande, está bien gestionada, es independiente de la agencia que concede las hipotecas y tiene el negocio diversificado en otros ámbitos que no sean el inmobiliario.
3. Las condiciones económicas no están sujetas a fluctuaciones de intensidad anormal.

La caída en los valores inmobiliarios posterior a 1929 fue tan extrema que contradujo la tercera de estas condiciones. Por consiguiente, el comportamiento de las garantías a hipotecas inmobiliarias en este período no puede considerarse una guía fiable de su valor futuro. Sin embargo, sí vale la pena comentar algunas de las particularidades que generaron.

Ese negocio que antes se gestionaba de forma conservadora. En

primer lugar, puede establecerse un destacado contraste entre la manera en que se gestionaban los negocios que garantizaban hipotecas antes de 1924 y los métodos relajados que se fueron desarrollando posteriormente, al mismo tiempo que esta parte del sector financiero estaba alcanzando su mayor importancia.

Si tenemos en cuenta las políticas de las máximas instituciones neoyorquinas que garantizaban hipotecas inmobiliarias (por ejemplo, Bond and Mortgage Guarantee Company, Lawyers Mortgage Company), sería justo decir que, durante muchos años, el negocio se gestionó de manera conservadora. La cantidad de cada hipoteca se limitaba a no más del 60% del valor de la finca, rigurosamente tasada; se evitaban las grandes hipotecas individuales y se logró una correcta diversificación del riesgo, desde el punto de vista de la situación. Es cierto que las compañías garantes no eran independientes de las que vendían, ni tampoco tenían otros negocios de seguros. También es cierto que la práctica general de garantizar hipotecas con vencimiento solo entre tres y cinco años después de su emisión incluían la posibilidad, más tarde hecha realidad, de un flujo de obligaciones a vencimiento en períodos más convenientes. Sin embargo, el comportamiento prudente de sus actividades los había capacitado acertadamente para sortear diversas crisis inmobiliarias como las que se produjeron en 1908 y 1921.

Desarrollo de prácticas nuevas y menos conservadoras. El *boom* de la construcción que se desarrolló durante la «nueva era» estuvo marcado por un enorme crecimiento del negocio de las hipotecas inmobiliarias y de la práctica de garantizar obligaciones de este tipo. Nuevas personas, nuevo capital y nuevos métodos entraron en el sector. Varios pequeños negocios locales que habían estado en el terreno durante mucho tiempo se transformaron en organizaciones muy agresivas que desplegaban su negocio por toda la nación. Se puso mucho énfasis en el largo historial de aciertos pasados, y el público estaba lo bastante impresionado, sin darse cuenta de que el tamaño, los métodos y el personal habían cambiado tanto que, de hecho, estaban tratando con una institución totalmente distinta. Anteriormente apuntábamos lo poco escrupulosos y sólidos que fueron los métodos de financiación del negocio inmobiliario en esta época. La debilidad de las propias hipotecas era igualmente aplicable a las garantías que a menudo se adjuntaban a las mismas para su consideración adicional. Las compañías garantes eran meras subsidiarias de los vendedores de bonos. De modo que cuando se produjo el *crac* de 1929, el valor de las propiedades, las empresas de bonos inmobiliarios y la compañía garante afiliada cayeron a la vez.

Efectos negativos de la competencia y el contagio. La subida de estas nuevas y más agresivas organizaciones de bonos inmobiliarios tuvo un

efecto muy negativo sobre las políticas de los antiguos negocios. Debido a la competencia, se vieron obligados a relajar sus criterios de concesión de préstamos. Se concedieron nuevas hipotecas con una base cada vez más lineal, y cuando las antiguas vencían, a menudo se renovaban por una suma mayor. Además, la suma real de las hipotecas concedidas superó en tantas veces el capital de las compañías garantes que debió de haber sido evidente que la garantía solo constituiría la más débil de las protecciones en caso de una caída general de los valores.

Cuando en 1931 se hundió el mercado inmobiliario, la primera consecuencia fue el derrumbe de prácticamente todas las empresas más nuevas de bonos inmobiliarios y sus negocios garantes subsidiarios. A medida que la crisis persistía, las instituciones más antiguas también fueron cayendo. Los titulares de hipotecas garantizadas o participaciones vinculadas (que sumaban unos 3.000.000,000 de dólares garantizados por las compañías de títulos e hipotecas solo de Nueva York) se dieron cuenta de que la garantía no era más que una palabra y que dependían totalmente del valor de las propiedades subyacentes. En la mayoría de los casos, estas habían sido hipotecadas mucho más allá de lo que una prudencia razonable habría permitido. Al parecer, solo una parte muy pequeña de las hipotecas pendientes en 1932 se habían creado bajo las condiciones y principios conservadores que habían imperado hasta, por ejemplo, ocho años antes.

Garantías de aseguradoras independientes. Durante el período 1924-1930, varias de las compañías aseguradoras independientes ampliaron sus operaciones para incluir la garantía de hipotecas inmobiliarias a cambio de unos honorarios o una prima. Teóricamente, este habría sido el método más sólido para realizar estas operaciones. Además de la fortaleza y de la experiencia general de la compañía aseguradora hay que destacar que dicho garante, al ser del todo independiente, presumiblemente iba a ser muy crítico con las emisiones presentadas para su garantía. Sin embargo, esta ventaja teórica quedó eclipsada en buena medida por el hecho de que las compañías de fianzas iniciaron la práctica de garantizar bonos hipotecarios inmobiliarios poco tiempo antes de la debacle, y se dejaron llevar por el falso optimismo que imperaba para caer en graves errores de juicio. En la mayoría de los casos, las pérdidas resultantes para el garante fueron mayores de lo que este podía asumir. Varias de estas empresas se vieron obligadas a hacer suspensión de pagos (en particular, la National Surety Company), y los titulares de bonos así garantizados no pudieron gozar de la protección plena.¹⁸⁴

¹⁸⁴ Pero en el caso de las compañías aseguradoras las garantías demostraron tener un valor sustancial, aunque solo fuera parcial. El estado de bancarrota de la National Surety

Obligaciones de arrendamiento equivalentes a garantía

La propiedad de una empresa se arrienda a menudo a otra por una renta fija anual suficiente como para pagar los intereses y dividendos de las emisiones de capital del primero. A menudo, el arrendamiento va acompañado de una garantía específica del pago de dichos intereses y dividendos, y, de hecho, la mayoría de las emisiones corporativas garantizadas se originan de ese modo.¹⁸⁵ Sin embargo, aun en el caso de que no exista una garantía específica, un arrendamiento u otro contrato que proporcione unos pagos anuales fijos constituirá el equivalente a una garantía sobre los productos financieros de la empresa arrendada.

Ejemplos: Un ejemplo excelente al respecto es el caso del valor Westvaco Chlorine Products Corporation 5¹/₂s, emitido en 1927 y con vencimiento en 1937. La Westvaco Company accedió a vender parte de su producción a una subsidiaria de Union Carbide and Carbón Corporation, y esta última garantizó los pagos mensuales al fideicomisario suficientes para cubrir los intereses y la retirada de los bonos al 5¹/_h%. De hecho, este modo de proceder constituía una garantía de intereses y capital de la emisión Westvaco por parte de Union Carbide and Carbón, un negocio muy sólido. Debido a esta protección y a la compra continua para el rescate hecha bajo la misma, el precio de la emisión se mantuvo a 99 o más a lo largo de 1932-1933. Eso contrasta con una caída en el precio de las acciones ordinarias de Westvaco de 116 1/2 en 1929 a 3 en 1932. (Toda la emisión del bono fue cancelada a 100 1/2 en septiembre de 1935.)

Otro ejemplo interesante lo proporciona Tobacco Products of New Jersey 6V₂S con vencimiento en 2022. Las propiedades de esta empresa se arrendaron a American Tobacco Company con un contrato de noventa y nueve años, que también vencía en 2022, cubriendo pagos anuales de 2.500.000 de dólares (con el privilegio del arrendatario de establecer un pago de golpe equivalente al entonces valor presente del arrendamiento, con un descuento del 7% anual). Mediante un pacto de fondo de amortización, estos pagos de arrendamiento se calcularon suficientes para retirar la emisión total del bono antes de su vencimiento, además de cubrir los intereses. Estas Tobacco Products 6 1/2s eran semejantes a las obligaciones fijas de la American Tobacco Company. Como tales, se

Company resultó en un amplio pago en efectivo a los titulares de bonos que llevaban su garantía. Algunas de las otras compañías se las arreglaron por mantenerse solventes comprometiéndose a una especie de transacción con los titulares de bonos que conllevaba la emisión de nuevos bonos con garantía de los intereses a tipos bastante bajos, pero no del capital. *Ejemplos:* Metropolitan Casualty Company, Maryland Casualty Company, United States Fidelity and Guaranty Company.

¹⁸⁵ Por ejemplo, Pittsburg, Fort Wayne and Chicago Railway Company Preferred and Common reciben dividendos del 7% bajo un arrendamiento de 999 años a la Pennsylvania Railroad Company. Estos dividendos también están garantizados por la Pennsylvania.

calificaban por delante de las American Tobacco Preferred, cuyos dividendos, por supuesto, no eran un cargo fijo. Cuando se crearon los bonos, en 1931, el público inversor se mostró escéptico respecto de la validez de este arrendamiento, o —lo más probable— es que o estuviera familiarizado con su situación, puesto que American Tobacco Preferred vendió a un precio relativo mucho más alto que los bonos de Tobacco Products. Al bajo precio de 73 en 1932, los bonos dieron un rendimiento del 8,90%, mientras que American Tobacco Preferred se estaba vendiendo a 95 con un rendimiento del 6,32%. En enero de 1935, este arrendamiento se amortizó con un pago único que dio como resultado la amortización de las Tobacco Products 6 1/2s por su valor nominal.

Importancia de los términos específicos del arrendamiento.

Ejemplo: Como en el caso de las emisiones garantizadas, los detalles del pacto de arrendamiento tienen una importancia vital sobre el estatus de la emisión que se beneficia del mismo. Algunos de los elementos aquí mencionados quedan ilustrados con el siguiente ejemplo:

Georgia Midland Railway First 3s, con vencimiento en 1946. No garantizados, pero con la propiedad arrendada a Southern Railway hasta 1995, con una renta equivalente al actual interés del bono. (Precio de enero 1939: 35.)

En este caso, el pacto de arrendamiento es totalmente similar a la garantía de intereses incluso mucho más allá de la fecha de vencimiento. El valor de la propia garantía depende de la solvencia de Southern Railway. Pero el estatus de la emisión del bono a su vencimiento, en 1946, dependerá también de una serie de factores, como:

1. El valor de mercado de una obligación arrendataria a largo plazo de Southern Railway. Si los tipos de interés son lo bastante bajos, y el crédito de Southern Railway lo bastante alto, la emisión se podría refinar al mismo tipo de interés del 3% con un vencimiento más largo. (En 1939 eso parecía muy poco probable.)
2. El valor del kilometraje de Georgia Midland. Si este kilometraje realmente gana muy por encima del arrendamiento pagado, entonces cabría esperar que Southern Railway hiciera un esfuerzo especial para pagar los bonos a su vencimiento, por temor a perder el control de la propiedad. Eso significaría el compromiso de pagar un arrendamiento tan alto (es decir, un tipo de interés) como fuera necesario para permitir la ampliación o refinanciación del vencimiento del bono. (Sin embargo, los datos de la densidad de tráfico en manos privadas en 1939 indicaban que este kilometraje no

era una parte valiosa del Southern Railway System.)¹⁸⁶

La anterior discusión tal vez explique adecuadamente el bajo precio de Georgia Midland 3s a principios de 1939. Resulta interesante advertir, como elemento del análisis de productos financieros, que el dato clave de esta situación —el carácter no rentable del kilometraje cubierto— no era un asunto de dominio público sino que requería la comprobación en fuentes de información suplementarias.

Frecuente infravaloración de las emisiones garantizadas. El ejemplo de Tobacco Products ilustra la frecuente infravaloración de las emisiones garantizadas o casi-garantizadas en comparación con otros productos de la empresa garante. Un caso conocido fue el de San Antonio and Aransas Pass Railway Company First 4s, con vencimiento en 1943, con el capital y los intereses garantizados por la Southern Pacific Company. Aunque estos títulos disfrutaban de un producto hipotecario además de la garantía, se vendían regularmente a precios que daban un rendimiento superior que las obligaciones no aseguradas de la Southern Pacific.³

Ejemplos: Una comparación la ofrece el precio de Bamhart Bros, and Spindler Company First and Second Preferred (ambos garantizados en capital y dividendos por American Type Founders Company) con respecto al precio de las propias acciones preferentes del garante, que no eran una obligación fija. Ejemplos adicionales de este aspecto los aporta el precio de Huyler's of Delaware, Inc., Preferred, garantizado por Schulte Retail Stores Corporation, comparado con el precio de Schulte Preferred; y el precio de Armour and Company of Delaware Guaranteed Preferred en comparación con las acciones preferentes de la empresa garante, Armour Company of Illinois. Ofrecemos a continuación algunas cotizaciones comparativas relacionadas con estos ejemplos.¹⁸⁷

¹⁸⁶ Posible pago por motivo de conveniencia, etc. Si la Southern Railway es próspera en 1946, podría hacerse cargo de este vencimiento simplemente para evitar la insolvencia del sistema. Existe también la posibilidad técnica de que, debido a los términos de su propia Hipoteca Global de Desarrollo y General (bajo la cual se han reservado los bonos suficientes para refinanciar las Georgia Midland 3s a su vencimiento), pueda considerarse como obligada a proveer el pago de esos bonos en 1946. (Tampoco aquí, como en los dos párrafos anteriores, el titular de bonos de 1934 podía estar muy seguro de la fuerza de su posición.)

¹⁸⁷ A.S. Dewing, en su *A Study of Corporation Securities*, pp. 293-297, Nueva York, 1934, afirma lo siguiente en referencia a los bonos garantizados: «Sin embargo, puede haber ejemplos en los que una compañía titular o el control mantendrá los intereses o arrendamiento de unos bonos subsidiarios no rentables por motivos estratégicos» (aquí le siguen ejemplos, incluidos detalles sobre la San Antonio and Aransas Pass First 4s con vencimiento en 1943, mostrando el incumplimiento del emisor para ganar sus cargos la mayoría de años.) «Sin embargo, su (—la de San Antonio and Aransas Railway—) importancia para las líneas de la Southern Pacific es tal que la empresa garante, muy acertadamente, cubre el déficit de intereses de los bonos (...) A pesar de estos casos, casi

TABLA 17.1

**Precios y rentabilidades comparativos de productos financieros garantizados
y productos del garante***

Emisión	Fecha	Precio	Rendimiento %
San Antonio & Aransas Pass 1st 4s/1943 (GTD)	2 ene 1920	56 ¹ / ₄	8,30
Southern Pacific Co. Debenture 4s/1929	2 ene 1920	81	6,86
Barnhart Bros. & Spindler 7% 1st Pfd. (GTD)	1923 precio mínimo	90	7,78
Barnhart Bros. & Spindler 7% 2d Pfd. (GTD)	1923 precio mínimo	80	8,75
American Type Founders 7% Pfd	1923 precio mínimo	95	7,37
Huyler's of Delaware 7% Pfd. (GTD)	11 abr 1928	102 ¹ / ₂	6,83
Schulte Retail Stores 8% Pfd.	11 abr 1928	129	6,20
Armour of Delaware 7% Pfd. (GTD)	13 feb 1925	95 ¹ / ₈	7,36
Armour of Illinois 7% Pfd.	13 feb 1925	92 ⁷ / ₈	7,54

* Si el lector rastrea la historia posterior de las distintas emisiones de esta tabla, encontrará una gran variedad de trayectorias, incluida la asimilación por fusión (San Antonio y Aransas Pass Railroad), la amortización (Barnhart Brothers y Spindler), y la mora (Huylers of Delaware, Inc.). Pero el hecho que las emisiones garantizadas estuvieran relativamente infravaloradas queda demostrado por la secuela de cada caso.

Es evidente que en casos como este pueden hacerse intercambios ventajosos desde el producto financiero de menor rendimiento hasta el de mayor rendimiento sin perjudicar la seguridad; o también, a una emisión mucho mejor asegurada con muy poco sacrificio de la rentabilidad, e incluso a veces con ventaja.¹⁸⁸

Inclusión de garantías y arrendamientos en el cálculo de cargos fijos

Todas las obligaciones equivalentes a intereses de bonos han de incluirse con un cargo de intereses de la empresa a la hora de calcular la cobertura por su emisión de bonos. Este punto ya ha sido desarrollado con cierto detalle en conexión con los cargos fijos de ferrocarril, y lo tratamos

siempre es buena la regla por la que la fortaleza de un bono garantizado no es mayor que la de la corporación que lo emite y la capacidad de beneficios de la propiedad directamente cubierta por el mismo.»

¹⁸⁸ En la nota 31 del Apéndice, se ofrece una explicación detallada de ciertas fases interesantes de las garantías y los arrendamientos, tal como las ilustran las situaciones de la N. Y. and Harlem Railroad y de la Mobile and Ohio Railroad.

brevemente en nuestra discusión sobre bonos de suministros públicos. El procedimiento de estos grupos no ofrece ninguna dificultad especial. Pero, en el caso de ciertos tipos de compañías industriales, el tratamiento de los alquileres y las garantías puede ofrecer variaciones confusas. Esta cuestión tiene especial relevancia con respecto a las empresas minoristas, compañías de teatro, etc. cuyos alquileres u otras obligaciones relacionadas con los inmuebles ocupados pueden ser un elemento importante de su conjunto financiero. Dicho inmueble puede ser propiedad de la corporación y pagarse mediante una emisión de bonos, en cuyo caso, la obligación aparecerá tanto en el balance como en la cuenta de resultados. Sin embargo, si otra empresa ocupa un inmueble similar con un alquiler a largo plazo, en la cuenta de resultados no aparecerá ninguna medida separada de la obligación arrendataria, ni tampoco habrá indicación alguna de la misma en el balance. La segunda empresa podría parecer más sólida que la primera, pero eso es solo debido a que sus obligaciones no aparecen; básicamente, ambas empresas acarrean una carga similar. A la inversa, la propiedad directa de una finca libre y disponible supone una importante ventaja (desde el punto de vista de las acciones preferentes, en particular) sobre la explotación bajo un arrendamiento a largo plazo, aunque el sistema de capitalización no revele esta ventaja.

Ejemplos: Si las Interstate Department Stores Preferred se hubieran comparado con The Outlet Company Preferred en 1929, los dos resultados podrían haber sido muy similares; la cobertura de beneficios tenía un promedio muy parecido, y ninguna de las dos empresas mostraba ninguna obligación en bonos o hipoteca. Sin embargo, la posición de Outlet era en realidad mucho más fuerte, porque era dueña de sus parcelas y edificios, mientras que Interstate (salvo una pequeña excepción) estaba en alquiler. El efecto real de esta situación era que imponía una importante obligación fija a Interstate Department Stores Preferred que no existía en el caso de Outlet. En el ámbito de las cadenas de tiendas podría aplicarse una observación similar a J.C. Penney Preferred y S.H. Kress Preferred en 1932, puesto que esta última empresa era dueña de más de la mitad de sus inmuebles comerciales, mientras que casi todos los puntos de venta de Penney eran alquilados.

Obligaciones de alquileres generalmente ignoradas. La cuestión de la responsabilidad en el caso de alquileres a largo plazo recibió muy poca atención por parte del mundo financiero hasta que su importancia salió repentinamente a la luz en 1931-1932, cuando el alto nivel de los alquileres alcanzado en los años anteriores al *boom* acabó resultando demasiado gravoso para muchas empresas comerciales.

Ejemplo: La influencia de este factor sobre un supuesto producto

financiero queda claramente reflejada en el caso de United Cigar Stores Preferred. Esta emisión y su antecesora habían mostrado, durante muchos años, todos los síntomas de la estabilidad y se habían vendido, por lo tanto, a un alto nivel de precio. En 1928 la empresa declaró «no tener deuda financiera» y unas ganancias equivalentes a unas siete veces el dividendo preferente. Sin embargo, las responsabilidades de sus alquileres a largo plazo eran tan aplastantes (además de la carga de las propiedades adquiridas por sus subsidiarias) que, en 1932, entró en bancarrota y las acciones preferentes se vieron amenazadas con la extinción.

Dichas responsabilidades complican el análisis. Hay que admitir que en el caso de empresas en las que el factor alquiler es importante, su intrusión ha complicado gravemente todo el asunto del análisis de bonos o acciones preferentes. Afortunadamente, el inversor cuenta ya con algunos datos relativos al alcance de tales obligaciones arrendatarias, puesto que ahora se exige que estas se reflejen en declaraciones de registro que se presentan a la SEC, y los pagos reales de alquileres han de declararse cada año (en el formulario 10-K).¹⁸⁹ Sin embargo, el problema sigue siendo si estos alquileres han de ser tratados o no, en parte o en conjunto, como si fueran un gasto fijo. En cierto sentido, desde luego, son idénticos a los gastos fijos —por ejemplo, la depreciación, los impuestos, los gastos generales—, por lo cual no se ha considerado factible añadirlos al interés de los bonos con el fin de deducir un margen de seguridad. Una posible solución es evidente: si la empresa cumple el test de los beneficios, incluso después de añadir los alquileres pagados a los intereses de los bonos, la situación arrendataria no debe preocupar al inversor.

Ejemplo:

Swift and Company 3³/₄s, vencimiento 1950

	1934–1938 Resultados medios
Balance para dividendos	8.630.000 \$
Intereses pagados	2.107.000
Alquileres pagados	996.000
Cobertura de intereses	5,1 veces
Cobertura de intereses y alquileres	3,8 veces

¹⁸⁹ Los formularios de la SEC agrupan «alquileres y royalties» bajo un mismo epígrafe, pero en el caso habitual toda esta partida tiene relación con los alquileres y se trata como tal.

Sin embargo, tenemos la sensación de que no sería ni justo ni práctico exigir a todas las empresas que realizaran un test tan riguroso. Podríamos aventurar una propuesta de compromiso basada en un estudio de resultados reales, es decir: (1) que un tercio de los alquileres anuales (de espacio inmobiliario) se incluyera con los gastos fijos (y los dividendos preferentes) para calcular la cobertura de beneficios; y (2) que en el caso de establecimientos minoristas (cadenas comerciales, grandes almacenes) la cobertura mínima exigible para los intereses, además de un tercio de los alquileres, se redujera de 3 a 2. Esta reducción reconocería la estabilidad relativa del negocio minorista después de dejar un margen para las cargas especiales asociadas al factor alquiler. La cobertura correspondiente exigida a las acciones preferentes de una empresa minorista se reduciría así de 4 a 2 1/2.

Ejemplos:

(A) Emisión de bonos no comerciales Loew's, Inc., 3 Vis, vencimiento 1946

*Agosto 1934 - agosto 1938
Resultados medios*

Balance para dividendos.....	10.097.000 \$
Intereses (y dividendos preferentes) pagados.....	2.614.000
Un tercio de alquileres pagados	1.107.000
Cobertura de intereses, etc	4,86 veces
Cobertura de intereses y un tercio alquileres.....	3,71 veces

(B) Acciones preferentes de la empresa minorista

1934-1938 Resultados medios

	McCrary Stores Corp. preferentes al 6%	McLellan Stores Co. preferentes al 6%
Balance para acciones ordinarias	1.682.000 \$	1.148.000 \$
Intereses sobre bonos	200.000 aprox.	
Un tercio alquileres	770.000*	434.000
Dividendos preferentes	300.000	180.000
Dividendos preferentes (cobertura de intereses)	4,36 veces	7,38 veces
Dividendos preferentes, intereses y cobertura de 1/3 alquileres	2,33 veces	2,87 veces

*Promedio 1935-1938.

Conclusiones: Loew's 3 1/2s aprueba nuestro test cuantitativo por las emisiones de bonos no minoristas. McLellan también, pero McCrory Preferred no supera nuestro test propuesto de acciones preferentes de minoristas.

Los cuatro ejemplos anteriores ilustran una técnica simplificada de cobertura de beneficios. En lugar de calcular primero la cantidad disponible para los cargos, dividimos los cargos (y los dividendos preferentes) por el balance después de cargos (y los dividendos preferentes) y añadimos 1 al cociente.

Advertimos al lector que estos criterios propuestos y los cálculos que los ilustran se han presentado con un grado considerable de vacilación. Representan un nuevo punto de partida del método analítico; los datos de los alquileres pagados solo están disponibles después de cierto esfuerzo y, lo más grave de todo, los criterios aritméticos propuestos son arbitrarios y tal vez no los mejores que puedan aplicarse. Podemos señalar, además, que el nuevo test puede dar algunos resultados inesperados. Adviértase que McLellan Preferred vendió (en 1939) a un precio inferior a McCrory Preferred, un aspecto este que podía justificarse por otros factores. Adviértase, también, que si aplicamos el mismo cálculo anterior a W. T. Grant 5% Preferred —una emisión de precio alto que obtuvo unos dividendos de casi diez veces más en 1934-1938— veremos que el dividendo preferente, más un tercio de los alquileres, no quedaron cubiertos ni 2 1/2 veces.¹⁹⁰

Estatus de las Obligaciones Garantizadas. Se podrían hacer unas cuantas observaciones adicionales adecuadas en cuanto al cálculo de la cobertura de beneficios por lo que respecta a las obligaciones garantizadas. En el caso típico, las propiedades involucradas en la garantía forman parte del conjunto de la empresa. Por ello tanto las ganancias asociadas como los pagos garantizados se incluyen en un solo informe de ingresos.

Ejemplo: Neisner Realty Corporation 6s, con vencimiento en 1948, está garantizado por Neisner Brothers, Inc. Las operaciones y los cargos de intereses de la corporación están incluidos en el informe consolidado de la empresa madre.

Cuando el producto financiero garantizado está pendiente contravalado por una propiedad explotada aparte, su posición puede depender de sus propios resultados o de los del garante. Por esta razón se le debe exigir a la emisión que supere solo uno de los tres tests alternativos, basándose en (1)

¹⁹⁰ Estas acciones, de 20 de valor nominal, se vendieron a 25 en 1939 a pesar de ser cancelables a 22.

los beneficios de la compañía emisora, independiente de la garantía; (2) la combinación de beneficios y cargos de las empresas emisora y garante, o (3) los beneficios de la empresa garante aplicados a sus propios cargos además de sus propias garantías.

Ejemplos: a. Indiana Harbour Belt Railway General 4s y 4Vas, con vencimiento en 1957. Con el capital y los intereses garantizados por New York Central Railroad y una importante subsidiaria. La Standard Statistic Bond Guide da como cobertura de intereses la del garante, el New York Central System; pero el resultado de la propia empresa es mucho mejor, a saber:

	Cobertura de gastos fijos	
	N.Y. Central System	Indiana Harbour Belt
1938	0,59 veces	2,98 veces
1937	1,12 veces	3,81 veces

b. Se trataría de la situación típica, en la cual la cobertura se calcula a partir de una cuenta de resultados consolidada, incluyendo las operaciones tanto de la empresa madre (garante) como la de las subsidiarias garantizadas.

c. Minneapolis, St. Paul and Sault Sainte Marie 5 1/2s, con vencimiento en 1978, con los intereses garantizados por Canadian Pacific Railway. La «Soo line» muestra los beneficios de solo una pequeña parte de los cargos de intereses totales. La cobertura de esta emisión podría calcularse mejor aplicando los beneficios de la Canadian Pacific Railway al total de sus propios cargos de intereses más los intereses garantizados y otros bonos garantizados por la Canadian Pacific Railway.

Bonos de empresas subsidiarias

Los bonos de la subsidiaria de una empresa sólida se consideran generalmente bien protegidos, partiendo de la teoría de que la empresa madre se ocupará de todas las obligaciones de sus componentes. Este punto de vista se basa en el método ordinario de establecer cuentas de resultados consolidadas en las cuales todos los intereses de bonos subsidiarios aparecen como un cargo contra todas las ganancias combinadas, con una clasificación mejor que las acciones ordinarias y preferentes de la empresa madre. En cambio, si el negocio madre no es por contrato responsable de los bonos subsidiarios a través de una garantía o arrendamiento (o la asunción directa), esta forma de declaración puede

demostrarse engañosa, pues si un subsidiario en particular acaba siendo no rentable, puede que la empresa madre no se responsabilice de los intereses de sus bonos, y que quiera perder su inversión en esta parte del negocio y devolverla a los titulares de bonos de la subsidiaria. Este mecanismo es poco habitual, pero su posibilidad quedó claramente demostrada en 1932-1933 en la historia de United Drug Company 5s, que vencían en 1953.

Ejemplos: United Drug era una importante subsidiaria de Drug Inc. que había ganado y repartido grandes dividendos con regularidad, obtenidos básicamente de la fabricación de medicamentos de marca y otros fármacos. La primera mitad de 1932, la cuenta de resultados consolidada mostró unos beneficios equivalentes a diez veces los intereses de United Drug 5s, y el historial de los años anteriores era todavía mejor. Aunque esta emisión no estaba ni asumida ni garantizada por Drug Inc., los inversores consideraron que el resultado combinado era tan favorable que aseguraba la seguridad de los United Drug 5s sin ninguna duda. Pero United Drug poseía, como parte de sus activos y negocio, las acciones de Louis K. Liggett Company, que explotaba numerosas farmacias y que estaba acuciado por problemas de arrendamientos altos parecidos a la United Cigar Stores. En septiembre de 1932, Liggett notificó a sus arrendadores que, salvo que les rebajaran la renta, caería en una forzosa bancarrota.

Este anuncio fue percibido por los inversores como un signo de que la todavía próspera Drug Inc. no estaba asumiendo sus responsabilidades por las obligaciones de su subsidiaria (indirecta), Liggett, e inmediatamente se pusieron nerviosos por si Drug Inc. tampoco se hacía responsable de los pagos de los United Drug 5s. A resultas de esta inquietud las ventas de estos bonos hicieron caer su precio de 93 a principios de año a 42 más adelante. A esta última cifra, los 40.000.000 de dólares de United Drug 5s cotizaban a solo 17.000.000 de dólares, aunque las acciones de la empresa madre estaban vendiéndose todavía a más de 100.000.000 de dólares (3.500.000 acciones a unos 30). Al año siguiente, el Drug Inc. System se disolvió voluntariamente en las partes que la componían —algo poco habitual— y la United Drug Co. retomó su existencia por separado. (Desde entonces ha mostrado una cobertura inadecuada de los bonos al 5%.)

Las Consolidated Traction Company of New Jersey 5s eran obligaciones de una subsidiaria grande pero nada rentable de la Public Service Corporation of New Jersey. Los bonos no estaban garantizados por la empresa madre. Cuando vencieron en 1933, muchos de los titulares aceptaron una oferta de la empresa madre de 65 por sus bonos.

Saltex Looms, Inc. 1st 6s, con vencimiento en 1954, eran obligaciones de una subsidiaria de Sydney Blumenthal & Co., Inc., que en absoluto estaban garantizadas por la empresa madre. Los informes de resultados consolidados de Blumenthal deducían regularmente el interés del bono antes de indicar la cantidad disponible para sus propias acciones preferentes. Sin embargo, en 1939, los intereses de los bonos quedaron en mora, y en 1940 los bonos se vendieron a 7, mientras que las Blumenthal preferentes cotizaron a más de 70.

Análisis separado de la cobertura de intereses de las subsidiarias, esencial. Estos ejemplos sugieren que igual que los inversores tienen tendencia a subestimar el valor de la garantía de una empresa fuerte, a veces cometen el error opuesto y otorgan una importancia indebida al hecho de que una empresa esté controlada por otra. Desde el punto de vista de una inversión de renta fija, no hay nada importante que pueda darse por supuesto. De modo que un bono subsidiario no ha de adquirirse basándose en el resultado de su empresa madre, salvo que esta última asuma responsabilidad directa por el bono en cuestión. En otros casos, el resultado de la propia subsidiaria puede ofrecer la única base para la aceptación de su emisión de bonos.¹⁹¹

Los inversores en bonos de una empresa *Holding* han de insistir en obtener una cuenta de resultados consolidada, en la cual los intereses subsidiarios —ya sean garantizados o no— aparezcan como un cargo anterior; pero los compradores de bonos subsidiarios no garantizados no pueden aceptar tales informes consolidados como medida de su seguridad y deben exigir un informe específico de la subsidiaria. Estos informes pueden ser difíciles de conseguir, como lo fue en el caso de United Drug 5s, pero hay que insistir hasta obtenerlos.

¹⁹¹ Como tema práctico, el interés financiero de la empresa madre en su subsidiaria, y otros motivos de negocio, puede resultar en la protección de los bonos de la última aunque no exista la obligación de hacerlo. Sin embargo, esta solo sería una consideración válida al decidir una adquisición con fines especulativos (es decir, con la posibilidad de ganancia de capital), pero no justificaría la compra del bono al precio total de inversión. Por decirlo más concretamente, podía haber hecho de United Drug 5s una excelente especulación a 45, pero a 93 fue una mala inversión.

Capítulo 18

Pactos de protección y remedios para los titulares de productos financieros sénior

En este capítulo y los siguientes hablaremos de las provisiones que se establecen normalmente para proteger los derechos de los propietarios de bonos y los titulares de acciones preferentes de posibles perjuicios, así como de las varias líneas de actuación que pueden seguirse en caso de incumplimiento de las obligaciones de la empresa. Nuestro objetivo en este capítulo, así como en todo el libro, no es facilitar la información que se puede encontrar fácilmente en otras partes, sino someter las prácticas actuales a un examen crítico y sugerir mejoras factibles de las mismas para el beneficio de los titulares de productos financieros en general. A ese respecto, una revisión de los desarrollos recientes en el campo de la reorganización puede resultar valiosa.

Contrato o provisiones de garantía diseñadas para proteger al titular de productos financieros sénior. El contrato entre una corporación y los propietarios de sus bonos se halla en un documento llamado *indenture* o escritura del fondo. Los pactos correspondientes relacionados con los derechos de los accionistas preferentes se establecen en los artículos o Certificado de Incorporación. Estos instrumentos acostumbra a contener provisiones diseñadas para evitar actos corporativos injuriosos contra los titulares de productos financieros sénior y para poner remedios en caso de ciertos desarrollos desfavorables. Las incidencias más importantes para las cuales se hacen tales provisiones se hallan contenidas en los siguientes encabezamientos:

1. En el caso de los bonos:
 - a. Impago de intereses, capital o fondo de amortización.
 - b. Morosidad en otras obligaciones o suspensión de pagos.
 - c. Emisión de nueva deuda asegurada.
 - d. Disolución de un privilegio de conversión (o suscripción).
2. En el caso de las acciones preferentes:
 - a. Impago de dividendos preferentes (acumulativos) durante un

periodo de tiempo.

- b. Creación de deuda financiera o una emisión de acciones previas.
- c. Disolución de un privilegio de conversión (o suscripción).

Hay una provisión frecuente, aunque no tan general, que requiere el mantenimiento del capital circulante a un incierto porcentaje de la deuda en bonos en empresas industriales. (En el caso de fondos de inversión o bonos de *Holdings*, lo que está sujeto a esta provisión es el valor de mercado de todo el activo.)

Las compensaciones proporcionadas a los titulares de bonos en los casos de los apartados 1 a y 1 b están bastante bien estandarizadas. Cualquiera de estas evoluciones adversas está designada como un «caso de mora» y permite al fideicomisario declarar el vencimiento y pago del capital de la emisión de bonos antes de la fecha especificada de vencimiento. Dichas provisiones del contrato se conocen como «cláusulas de aceleración». Su objetivo es, en general, permitir a los titulares de bonos reivindicar la cantidad total de su reclamación en competición con otros acreedores.

Aspectos contradictorios de los derechos legales de los titulares de bonos. Si consideráramos estas provisiones desde un punto de vista crítico, debemos reconocer que hay aspectos contradictorios por lo que respecta a los derechos legales de los titulares de bonos. En Wall Street, la expresión «suspensión de pagos»¹⁹² da mucho miedo, porque suele significar una caída drástica del precio de todos los productos financieros de la empresa afectada, incluidos los bonos a favor de los cuales se ha instituido la suspensión. Como hemos señalado anteriormente, la valoración del mercado de un bono en mora no es superior en conjunto, y tal vez inferior, a la de una acción preferente sin reparto de dividendos de una empresa solvente.

Por lo tanto, se plantea la cuestión de si los titulares de bonos podrían no estar mejor si no tuvieran un derecho de obligado cumplimiento sobre el capital o los pagos de intereses cuando las condiciones impiden la posibilidad de pronto pago, puesto que, en ocasiones así, los derechos

¹⁹² *Receivership* («suspensión de pagos» en inglés) era antes un término cómodo que se aplicaba a todo tipo de problemas financieros que implicaran la intervención judicial. Como resultado de la Ley Chandler (Ley de Quiebras de 1938), los síndicos han sido sustituidos en gran parte por los fideicomisarios. Sin ninguna duda la palabra «suspensión de pagos» continuará siendo utilizada —al menos durante un tiempo— dado que los términos «fideicomiso» y «quiebra» no son muy satisfactorios, ya que el primero es un tanto ambiguo y el segundo posee una connotación demasiado drástica. «Insolvencia» es un término apropiado pero de uso incómodo en algunas ocasiones.

Los llamados «síndicos de patrimonio» se designarán en el futuro en relación con acciones legales de accionistas, liquidaciones voluntarias y otras materias especiales.

legales de los titulares de bonos aparentemente solo lograron arruinar a la corporación sin beneficiar al titular de bonos. Siempre que el capital o los intereses no vayan a pagarse, ¿no iría en favor de los titulares de bonos aplazar la fecha de pago y mantener a la empresa lejos de los tribunales?

Insolvencia y reorganización corporativa. Esta cuestión nos lleva al amplio terreno de la insolvencia y la reorganización corporativas. Debemos intentar, en el mínimo espacio posible, describir, primero, el procedimiento seguido antes de la legislación correctora iniciada en 1933; segundo, resumir los cambios aportados por los estatutos recientes; y, finalmente, evaluar la posición de los titulares de bonos tai y como aparece actualmente. (Este último aspecto será especialmente complejo, puesto que las nuevas leyes todavía no han tenido tiempo de demostrar sus méritos o deficiencias en la práctica real.)

La vieja pauta de la reorganización corporativa funcionaba del siguiente modo: la incapacidad de pagar los intereses o el capital comportaba la solicitud de suspensión de pagos¹⁹³ por parte de la propia corporación. Lo habitual era seleccionar un tribunal «amistoso», el procurador solía ser el presidente de la empresa, mientras que los intereses de los titulares estaban representados por comités protectores formados normalmente por los bancos inversores que habían emitido los bonos. Se acordaba entonces un plan de reorganización en los comités, que era aprobado por el tribunal. El plan solía representar un compromiso de los intereses enfrentados de las varias categorías de titulares de productos financieros, bajo los cuales, la mayoría conservaba algún interés en la nueva empresa y hacía algún sacrificio. (En muchos casos, sin embargo, emisiones pequeñas y bien afianzadas se pagaban o se dejaban igual; y en situaciones desesperadas, las acciones a veces se eliminaban por completo.) La mecánica real de la reorganización pasaba por la ejecución o la venta en bancarrota. Las propiedades se compraban en favor de los titulares conformes y los acreedores que se negaban a participar recibían en efectivo su parte prorrateada, de haberla, del precio de venta. Este

¹⁹³ Otras causas de mora —por ejemplo, el incumplimiento con un fondo de amortización o con los requisitos del capital circulante— raramente provocan la suspensión de pagos. Casi siempre, los titulares de bonos optan por dejar pasar, o renegociar, estos asuntos, más que perjudicarse llevando a la empresa a los tribunales.

³Las provisiones 1 a 4 aparecen en la Chandler Act Cap. X, un producto de la famosa Sec. 77B que se añadió a la antigua Bankruptcy Act de 1933. Las reorganizaciones de ferrocarriles están gobernadas por la Sec. 77 que se incorporó intacta a la Chandler, y por el Cap. XV, añadido en 1939 (véase nota al pie 12 de este capítulo). Hay también una medida del Cap. XI de la Chandler Act relacionada solamente con los «arreglos» de la deuda no asegurada. Adviértase el recurso a estas medidas por parte de la Haytian Corporation en 1938 y por la United States Realty and Improvement Company en 1939. En el segundo caso, el único asunto afectado era su garantía sobre las Trinity Building Corporation 5 1/2s, mientras la empresa buscaba mantener su propia estructura intacta. Surgieron problemas y las medidas fueron sustituidas por otras.

precio se determinaba normalmente tan bajo que la mayoría prefería unirse al plan y aceptar nuevos productos financieros en lugar de cobrar el dinero en efectivo.

Entre 1933 y 1939 este procedimiento quedó totalmente modificado por una serie de leyes compensatorias, la más importante de las cuales fue la Chandler Act. Los defectos que se deseaban atenuar eran de dos tipos: por un lado, la necesidad de pagar a los titulares de bonos que estaban disconformes había generado un dilema, porque los precios de venta de la ejecución mínimos o indebidamente alterados no eran del agrado de los tribunales, mientras que el pago a un precio justo solía conllevar el problema insuperable de encontrar el dinero. Más grave era el hecho de que la mecánica de la reorganización tendiera a mantener un dominio completo de la situación a manos del grupo que antes tenía el control, que podía ser incompetente y hasta deshonesto, y que, desde luego, tenía intereses especiales a los que servir.

Empezando por los cambios de 1933, se estableció una técnica de reorganización bajo la cual se trazó un plan que fue aceptado por dos tercios de los acreedores y la mayoría de accionistas (si tenían algo de «patrimonio»), y aprobado por un tribunal, que se declaraba vinculante para todos los titulares. Eso puso fin a la engorrosa y tan discutible maniobra de la venta por ejecución. Tal y como quedó perfeccionado a través de la Chandler Act y la Trust Indenture Act de 1939, el nuevo procedimiento, para todas las compañías menos para las de ferrocarriles, incluye los siguientes e importantes puntos adicionales:'

1. La empresa debe quedar bajo la responsabilidad de, al menos, un procurador desinteresado. Este ha de decidir si hay que aceptar alguna reclamación contra la antigua directiva y también si vale la pena o no seguir con el negocio.
2. La responsabilidad de trazar un plan de reorganización recae en tres partes desinteresadas: (1) el procurador, que debe presentar el plan en primer lugar; (2) la SEC (cuando la deuda supera los 3.000.000 de dólares) y (3) el juez, que debe aprobarlo oficialmente. Pese a que los titulares de productos financieros y sus comités protectores pueden hacer propuestas, no se solicita su aceptación hasta que los agentes desinteresados hayan realizado su trabajo. Además, ahora se dan poderes aparentemente amplios a los tribunales para que fuercen la aceptación de las categorías de titulares que no han cumplido con la aprobación del requisito porcentual; sin embargo el alcance exacto de estos poderes es todavía incierto.
3. El plan de reorganización ha de cumplir una serie de requisitos de imparcialidad prescritos en el estatuto, incluyendo las provisiones

relacionadas con el derecho de voto, la publicación de informes, etc. El tribunal debe aprobar específicamente la nueva dirección.

4. Las actividades de los comités protectores están sujetas a un riguroso escrutinio y supervisión. Los costes de reorganización de todo tipo, incluyendo las compensaciones a todo el mundo, han de estar sancionadas por el tribunal.
5. Al diferenciarse del propio mecanismo de reorganización, la Trust Indenture Act prescribe una serie de requisitos para los procuradores que actúen bajo ambas *indentures*. Estos están diseñados tanto para obviar ciertos conflictos de intereses que han provocado bastantes quejas como también para asegurar una actitud más activa por parte del procurador a favor de los titulares de bonos.

En nuestra opinión, no hay ninguna duda de que en el caso típico, la legislación¹⁹⁴ reciente se demostrará muy beneficiosa. Debería eliminar unos cuantos de los abusos antes vinculados a las suspensiones de pagos y las reorganizaciones y acelerar materialmente el proceso de reajuste. Eso debería ser especialmente cierto después de que hayan sido establecidos unos criterios más definidos de imparcialidad en los planes de reorganización, de modo que no haya tanto espacio como antes para las disputas prolongadas entre las diferentes categorías de titulares de productos financieros.¹⁹⁵

Propuesta de compensación alternativa. A pesar de estas reformas indudables en la técnica de reorganización, seremos lo bastante osados como para avanzar la afirmación de que el procedimiento de protección ideal para los titulares de bonos puede encontrarse a menudo en otras líneas más sencillas. En nuestra opinión, ante una estructura de deuda lo

¹⁹⁴ Una legislación análoga a los mecanismos de la 77B y de las provisiones de la Chandler Act fue aplicada a los reajustes inmobiliarios en las Schackno and Bur- chill Acts aprobadas por la New York State Legislature en 1933. El mismo año, el Companies' Creditors Arrangement Act, adoptado en Canadá, estableció que las compañías canadienses insolventes podían evitar las medidas previstas por la Bankruptcy Act y desarrollar compromisos con los acreedores con la autorización del tribunal. Una vez aprobados, tales compromisos son vinculantes para los grupos minoritarios.

Véase W. S. Lighthall, *The Dominion Companies Act 1934*, anotado, pp. 289, 345 y sig., Montreal, 1935.

¹⁹⁵ La tendencia de las opiniones asesoras de la SEC, además de los hallazgos del ICC en la reorganización de ferrocarriles, ha avanzado notablemente en dirección a eliminar a los accionistas cuando parece no haber posibilidades de que las ganancias cubran antiguos cargos de intereses. Para profundizar más en este punto, véase Benjamín Gramham, «Fair Reorganizaron Plans under Chapter X of the Chandler Ate», *Brooklyn Law Review*, diciembre 1938.

A pesar de las mejoras en la ley, desde 1933, las reorganizaciones de ferrocarriles han estado sometidas a retrasos excepcionales. Sin embargo, en nuestra opinión, esto no fue tanto debido a puntos flacos que había en el estatuto como al problema extraordinario de hacer planes justos en estructuras corporativas extremadamente complicadas cuando el tema del futuro poder de beneficios era a la vez muy controvertido y de una importancia crucial.

bastante sencilla, la mejor compensación por todos los perjuicios sufridos por los titulares de bonos es dotarlos inmediatamente del control de la corporación a través del voto, junto a un mecanismo adecuado para asegurar el ejercicio inteligente de tal control. En muchos casos, los acreedores serían así capaces de dominar los recursos y beneficios de la empresa para su propia protección, y poder evitar así recurrir a procedimientos judiciales caros y prolongados.

Nuestra sugerencia tiene dos partes: Primero, el control a través del voto de los titulares de bonos constituiría, a través de los términos del contrato, la única compensación inmediata para cualquier caso de mora, incluido el impago de intereses o de capital. Durante dicho control, los intereses o el capital impagados se considerarían en período de gracia. Sin embargo, bajo la Chandler Act, los directores que representan a los titulares de bonos deben tener derecho a solicitar el fideicomiso si consideran que es mejor una reorganización exhaustiva a la continuación indefinida de la moratoria con control. En segundo lugar, este control de voto podría implementarse mejor a través de un procurador de la *indenture*, una institución importante y con experiencia financiera, competente para representar a los titulares de bonos y recomendarles candidatos adecuados para las directivas de control. Los intereses de los accionistas han de seguir representados en la junta por directores minoritarios.

Lo que esta estructura significaría en la realidad es la conversión de un bono de interés fijo en un *income bond* durante el período de control de los titulares de bonos, y el aplazamiento de la deuda a punto de vender hasta que una extensión voluntaria o la refinanciación sean posibles o hasta que la liquidación o la venta se consideren las salidas más factibles. También debería ser factible ampliar la técnica y principio básicos de la recapitalización voluntaria por estatuto (ahora aplicable solo a las distintas emisiones de acciones) para incluir también una emisión de bono, cuando el plan surge de los representantes de titulares de bonos que tienen la alternativa de mantener el control y, simplemente, esperar.

Sin embargo, es evidente que el control no puede otorgarse a los acreedores cuando estos pertenecen a varios tipos distintos con intereses en conflicto. En tal caso, las medidas de la Chandler Act podrían ser necesarias para cortar el nudo gordiano. Sin embargo, al menos en teoría, un arreglo de control a través del voto es posible con un simple derecho de embargo júnior y sénior. Si la mora ocurre solo con respecto al derecho de embargo júnior, el control a través del voto pasaría a esta emisión; si el moroso es el derecho sénior, tomaría el control como una sola categoría.

Si bien, por su novedad, estas sugerencias pueden suscitar dudas, hay

que señalar que la idea de dar derecho de voto a los titulares de bonos es antigua y cada vez más popular. Aunque en el pasado se trataba de algo excepcional, ahora vemos que muchos planes de reorganización, previstos para la emisión de *income bonds*, dan derecho de voto a estos productos financieros, destinado generalmente a controlar a la junta de directores hasta que toda o la mayor parte de la emisión haya sido retirada o hasta que los intereses no hayan sido liquidados en su totalidad.¹⁹⁶ Muchos contratos o *indentures* que cubren bonos de interés fijo prevén, además, el voto de los titulares de bonos para hacer enmiendas al contrato.¹⁹⁷ Es también habitual en los contratos de sindicaturas canadienses prever reuniones de titulares de bonos con el fin de modificar las condiciones de los contratos, incluido el aplazamiento o cambio de pagos de capital o intereses.¹⁹⁸

Podría objetarse que el arreglo sugerido, en realidad, no daría mejores derechos legales a un titular de bonos que a un accionista preferente y, por lo tanto, lo relegaría a la posición poco satisfactoria de tener tanto unos intereses limitados como unos derechos no ejecutables. Nuestra respuesta es que si el dispositivo de control puede desarrollarse adecuadamente proporcionaría una compensación adecuada tanto para los titulares de bonos como para los accionistas preferentes. En este caso, la ventaja básica media de los bonos sobre las acciones preferentes quedaría anulada, excepto en el caso del derecho de los bonos al repago en una fecha concreta. Para concluir, debemos hacer hincapié en la explicación planteada anteriormente sobre la teoría de las acciones preferentes (capítulo 14), según la cual, la desventaja contractual de las acciones preferentes es, en el fondo, no tanto un tema de derechos legales

¹⁹⁶ *Ejemplos*: El plan de reorganización de New York State Railways (Syracuse System), de febrero de 1939, establece que los titulares de los nuevos bonos tienen derecho a elegir dos tercios de los directivos hasta que al menos el 80% de los títulos hayan sido retirados. Commercial Mackay Corporation Income Debentures, con vencimiento en diciembre de 1967, elige un tercio de los directores hasta que todos los bonos hayan sido retirados.

National Hotel of Cuba Income 6s, con vencimiento en 1959 (emitido en 1929) obtuvo el derecho al voto en caso de mora de los intereses de un año. Hay ejemplos más antiguos de derecho al voto otorgado a titulares de bonos, como Erie Railroad Prior Lien 4s and General 4s, Mobile and Ohio Railroad general 4s, Third Avenue Railway Adjustment 5s.

La reorganización de 1934 de Maple Leaf Milling Company, Ltd. (Canadá) establecía que el Fideicomisario de Contratación de los 5 1/2s con vencimiento en 1949 (luego ampliados a 1958) ejercería un control efectivo de la empresa a través de la propiedad (en fideicomiso) de 2 de 3 directivos o acciones con derecho a voto.

¹⁹⁷ De esta provisión se excluyen generalmente los cambios de fecha de vencimiento del capital o los intereses, el tipo de interés, el precio de rescate y la tasa de conversión. *Ejemplos*: Richfield Oil Corporation Debenture 4\$, con vencimiento en 1952. The Industrial Rayón First 4 1/2s, con vencimiento en 1948, son atípicos por el hecho de que su contrato permite un voto de dos tercios de los titulares para aplazar el pago de los intereses. Sin embargo, la NYSE exigía un compromiso de no invocar esta cláusula como condición para cotizar esa emisión.

¹⁹⁸ Véase informe de la SEC Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees. Pt. VI, pp. 135-177, en especial pp. 138-143 y 164-177; Washington, 1936.

inherentes como de procedimiento práctico corporativo y de las propias deficiencias del inversor.

Tendencia de los productos financieros de empresas insolventes a venderse por debajo de su valor real. Hay aspectos adicionales de la reorganización corporativa que merecen especial atención. El primero tiene relación con la acción de mercado de los productos financieros de empresas insolventes. Las suspensiones de pagos del pasado han producido una incertidumbre enorme y dominante que amenaza con la extinción de los accionistas y que no es capaz de prometer nada concreto a los titulares de bonos. Como resultado ha surgido una tendencia a que las empresas con productos financieros que han hecho suspensión de pagos vendan por debajo de su valor justo en conjunto, y que además se establezcan relaciones ilógicas entre el precio de una emisión de bonos en mora y el precio de las emisiones de acciones júnior.

Ejemplos: El caso de la Fisk Rubber Company es un ejemplo excelente del primer punto; la situación de la Studebaker Corporation en septiembre de 1933 ilustra el segundo.

Valor de mercado de Fisk Rubber Securities en abril 1932

7.600.000\$ First 8s @ 16	1.200.000 \$
8.200.000 Debenture 5 ¹ / ₂ s@ 11	900.000
Emisión de acciones.....	<u>Nominal</u>
Valor total de mercado de la empresa	2.100.000 \$

Balance, 30 de junio 1932

Liquidez	7.687.000\$
Clientes (menos reserva de 1,425,000 \$).....	4.838.000
Inventarios (a coste inferior o de Mercado)..	<u>3.216.000</u>
	15.741.000\$
Cuentas a pagar	<u>363.000</u>
Activo circulante neto	15.378.000 \$
Activo fijo (menos 8,400,000 \$ depreciación) ...	23.350.000

Los productos financieros de la empresa se vendían juntos por menos de un tercio de la liquidez, y por solo una séptima parte del activo

circulante neto, sin incluir nada de los activos fijos.¹⁹⁹

Emisión	Valor justo	Precio mercado	Valor mercado
Títulos 6% a 10 años y otros	22.000.000 \$	40	8.800.000 \$
Acciones preferentes	5.800.000	27	1.500.000 \$
Acciones ord (2.464.000 participaciones)		6	14.700.000
Valor total emisiones acciones			16.200.000 \$

La deuda de la empresa, que se vendía a 40 centavos de dólar, tenía derecho a pronto pago en total antes de que el accionista recibiera nada. Sin embargo, el mercado le daba un valor mucho mayor a las emisiones de acciones que a la deuda anterior.

Planes voluntarios de reajuste. La comprensión de las manifiestas desventajas de la suspensión de pagos ha llevado a los titulares de bonos a aceptar sugerencias surgidas de la dirección de reducción voluntaria de sus derechos contractuales. Los arreglos de este tipo varían desde la anticuada «composición» (por la cual los acreedores ampliaban o hasta reducían sus derechos, mientras que los accionistas conservaban sus intereses intactos) hasta casos en los que los titulares de bonos recibían una parte sustancial del capital accionaria!

Ejemplos: A finales de 1931, a Radio-Keith-Orpheum Corporation, necesitada de fondos para enfrentarse a obligaciones imperiosas, le resultó imposible financiarse por la vía ordinaria. Los accionistas ratificaron un plan que los obligaba a renunciar al 75% de los intereses de sus acciones, que se entregaban a su vez como bono a los que aportaron los 11.600.000 dólares necesarios para comprar certificados de deuda. (Sin embargo, las grandes pérdidas continuas obligaron a la empresa a hacer suspensión de pagos al cabo de un año.)

En 1933, la Fox Film Corporation llevó a cabo una recapitalización del mismo tipo. Los accionistas renunciaron a más del 80% de sus participaciones, y dichas acciones se intercambiaron a su vez por casi los cerca de 40.000.000 de dólares de títulos y deuda bancaria a cinco años.

El plan de reajuste de la Kansas City Public Service Company, también llevado a cabo en 1933, se diseñó para solucionar el problema más simple de reducir los intereses durante un período supuestamente temporal de ganancias por debajo de lo normal. Establecía que el interés por cupones

¹⁹⁹ Como señalamos en el cap. 50, más adelante, las Fisk&Rubber 8s luego demostraron valer cerca de 100 y las 5 1/2s más de 70.

de las obligaciones hipotecarias al 6% había de reducirse al 3% durante los cuatro años 1933-1936, recuperarse al 6% en 1937-1938, y avanzar hasta el 7% para 1939-1951, recuperando así el 12% perdido en años precedentes. Se estableció un considerable fondo de amortización, obligatorio si existen beneficios, para retirar gradualmente la emisión y mejorar su proyección en el mercado.

Era obvio que para los titulares de bonos de la Kansas Public Service era mejor aceptar temporalmente el 3% que podía haberse pagado que insistir en el 6% que no podía pagarse y, así, precipitar una suspensión de pagos. (La anterior suspensión de la empresa, que finalizó en 1926, había durado seis años.) En este caso, los accionistas no tenían que renunciar a ninguna parte de sus intereses júnior a favor de los titulares de bonos a cambio de las concesiones hechas. Aunque en teoría, parte de este artificio e intercambios resultaban justos, aquí no tiene demasiada importancia práctica porque cualquier prima en acciones concedida a los titulares de bonos habría tenido un valor de mercado muy mínimo.²⁰⁰ Sin embargo, hay que reconocer como principio que la renuncia a cualquier derecho importante por parte de los titulares de bonos les da derecho a cierto *quid pro quo* de los accionistas —ya sea en forma de contribución en efectivo a la empresa o de transferencia de una parte de su derecho sobre los beneficios futuros a los titulares de bonos."

En 1939 se adoptó una legislación adicional sobre la naturaleza temporal diseñada para facilitar las llamadas «reorganizaciones voluntarias» de los ferrocarriles haciéndolas vinculantes para todos los titulares de productos financieros.²⁰¹ ²⁰² Este estatuto se creó específicamente para apoyar los trazados de Baltimore and Ohio and Lehigh Val ley, que habían propuesto con anterioridad planes de reorganización voluntarios. Estos estaban diseñados para reducir los

²⁰⁰ En 1936, la empresa llevó a cabo una segunda reorganización voluntaria bajo la cual se fijó el tipo de interés al 4%, y los titulares de bonos recibieron una prima muy nimia de acciones ordinarias. En 1939 todavía se aceptó una tercera modificación voluntaria, en la cual los titulares de bonos aceptaron un 30% en efectivo y el 70% en acciones preferentes de sus bonos; el dinero lo avanzó la RFC como préstamo.

²⁰¹ La reorganización de Industrial Office Building Company en 1932-1933 es un ejemplo notable de la conversión de bonos de interés fijo a *income bonds* sin sacrificios de ningún tipo por parte de los accionistas. En la nota 32 del Apéndice se ofrece una detallada discusión al respecto.

²⁰² Se trata de la Chandler Railroad Readjustment Act de 1939, que en realidad añade un nuevo Cap. XV a la Bankruptcy Act. Las acciones en ella contempladas han de empezar antes del 31 de julio de 1940 y han de concluir dentro del año siguiente a su inicio. En cuanto a la técnica de reorganización, no es muy distinta de la que se indica en la Sección 77. En ambos casos se requiere la aprobación del ICC por parte de un tribunal y de un porcentaje adecuado de titulares de productos financieros. La diferencia importante es que bajo el nuevo Cap. XV no hay bancarrota en el sentido legal implicado. La empresa continúa administrando sus propios asuntos y no hay ni contratos ni otras obligaciones afectados, excepto los incluidos específicamente en el plan de reajuste.

gastos de intereses fijos y para alargar los vencimientos actuales y próximos. Los accionistas, en cada caso, iban a retener intactos sus intereses.

Como hemos afirmado anteriormente, los planes voluntarios de reajuste son deseables por ellos mismos, pero deben proponerse después de que el control de la corporación mediante el voto haya pasado a manos de los titulares de bonos y que estos estén en condiciones de elegir entre varias posibilidades de acción.

Cambio en el estatus de los procuradores de bonos. La Trust Indenture Act de 1939 no es la menos importante de las leyes compensatorias promulgada desde 1933. Esta se propone corregir una serie de deficiencias y abusos en la administración de sus funciones por parte de los procuradores de bonos. La principal crítica al comportamiento de los procuradores de *indentures* en el pasado es que no actuaban como tales sino como meros agentes de los titulares de bonos. Eso significaba que, como regla general, no intervenían por iniciativa propia sino solo cuando se les indicaba que lo hicieran y recibían una indemnización por cierto porcentaje de titulares de bonos.²⁰³ Las *indentures* no dicen prácticamente nada de los deberes de un procurador, pero sí mucho sobre sus inmunidades e indemnizaciones.

Este estatuto de 1939 se ocupa directamente de esta situación insatisfactoria incluyendo la siguiente provisión (en la Sección 315):

Deberes del procurador en caso de mora:

c) La *indenture* ha de contener provisiones que exijan al procurador la intervención en caso de mora (tal y como se define el término en la *indenture*) según los derechos y poderes que le otorga la *indenture*, así como a usar el mismo grado de atención y conocimiento en su ejercicio que un hombre prudente aplicaría o utilizaría bajo las circunstancias en el manejo de sus propios asuntos.

Existen más provisiones que limitan el uso de las llamadas «cláusulas excul- patorias» que en el pasado impedían responsabilizar a un procurador de cualquier cosa excepto del fraude demostrable o de una negligencia tan grande que fuera equivalente a ello.

Otra causa que fue motivo de queja surgió del hecho de que el procurador de *indenture* era a menudo acreedor del titular que ofrecía el bono (por ejemplo, una empresa fiduciaria que retenía sus pagarés) o era controlado por los mismos intereses. Estas situaciones crearon conflictos de intereses o la indisposición para actuar de forma imparcial y vigorosa,

²⁰³ Véase nota 33 del Apéndice, ampliación de la discusión y un ejemplo que aparecía en la primera edición de este libro.

lo cual actuó con fuerza contra los titulares de bonos. La Trust Indenture Act of 1939 contiene provisiones restrictivas para terminar con estos abusos.²⁰⁴

El problema del comité de protección. La reforma en el estatus de los procuradores de *indenture* puede representar una solución para el fastidioso problema del comité de protección. Desde 1929, el estatus general de los comités de protección se ha convertido en algo ambiguo y muy insatisfactorio. Anteriormente se daba por sentado que los banqueros de inversiones que ponían una emisión en circulación en caso de mora organizarían un comité de protección. Sin embargo, en años recientes, ha habido una tendencia creciente a poner en duda lo correcto o deseable de tal acción. Los titulares de bonos pueden no tener fe en el criterio de la casa emisora o poner en duda su capacidad para representarlos objetivamente por sus intereses o vínculos con la empresa; o incluso pueden considerar a los subscriptores legalmente responsables de las pérdidas incurridas. Los argumentos a favor de la representación competente por agencias ajenas a las casas emisoras son, por lo tanto, bastante convincentes. Sin embargo, la dificultad radica en asegurar tal representación competente. Una vez fuera de la escena las casas emisoras originales, cualquiera puede anunciarse como vocal de un comité de protección e invitar a hacer ingresos. Todo este mecanismo se ha vuelto irregular y abierto a graves abusos. A menudo aparecen comités duplicados; se producen indignos conflictos por los depósitos; hay gente de reputación y motivos dudosos que se puede infiltrar en la situación.

La nueva legislación de bancarrota de 1938 introdujo algunas mejoras en la situación afianzando las actividades y la compensación de los comités de protección al escrutinio judicial. (En el caso de los ferrocarriles, un comité no puede participar en una reunión sin el consentimiento previo del ICC.) Probablemente se promulgará una nueva legislación que regulará con más detalle la formación y también la posterior conducta de los comités de protección.

Reforma recomendada. Todo el proceso podría aclararse y estandarizarse rápidamente ahora que se espera que el procurador bajo *indenture* asuma el deber de proteger activamente la emisión del bono. Las grandes instituciones que mantienen estas posiciones tienen las

²⁰⁴ La legislación compensatoria era producto de un estudio de contrato de compromiso hecho por la SEC y estuvo muy fomentada por la opinión del juez Rosenman en 1936. Denegaba los derechos de los titulares de bonos de National Electric Power para responsabilizar al procurador de la emisión de las grandes pérdidas sufridas por ella. El juez consideró que las cláusulas exculpatorias salvaban al procurador, en este caso, pero que el conjunto del sistema de fideicomiso contractual precisaba una reforma radical.

instalaciones, la experiencia y la situación necesarias para el despliegue acertado de tal función. Parece que no hay ningún motivo válido, en el caso ordinario, para que el procurador no deba organizar él mismo el comité de protección, con uno de sus ejecutivos como presidente y con el resto de miembros seleccionados entre los mayores titulares de bonos o designados por ellos. Al analizar el posible conflicto de intereses entre el procurador como representante de todos los titulares de bonos y el comité de protección como representante de los participantes depositarios, raramente se hallarán más que consecuencias técnicas o menores. Tal conflicto, si llega a darse, puede resolverse sometiendo el tema al tribunal. No hay problema para acordar una compensación suficiente al procurador y su consejo por sus tareas y logros a favor de los titulares de bonos.

Este arreglo prevé una cooperación efectiva entre el procurador y un grupo de titulares de bonos que, en opinión del primero, estén calificados para representar el conjunto de la emisión. El mejor trato puede consistir en formar este grupo en el momento de la venta de la emisión, es decir, sin esperar a la incidencia de una mora, para que desde el principio haya una agencia responsable e interesada en seguir los asuntos de la corporación desde el punto de vista de los titulares de bonos y para hacer objeciones, si es necesario, a las regulaciones que puedan amenazar la seguridad de la emisión. Una compensación razonable de este servicio debería ser pagada por la corporación. Esto equivaldría en parte a la representación de los titulares de bonos en la junta de directores. Si llegara el momento en el que el grupo tuviera que actuar como comité de protección a favor de los titulares de bonos, su familiaridad con los asuntos de la empresa representaría una ventaja.

Capítulo 19

Pactos de protección (continuación)

Prohibición de los derechos preferentes. Conviene hacer una breve explicación de ciertas provisiones de protección además de las que tratan de eventos ordinarios de mora. (El tema de salvaguardar la conversión y otros privilegios de participación contra la disolución se abordará en los capítulos que tratan sobre productos sénior con rasgos especulativos.) Si nos referimos primero a los bonos hipotecarios, veremos que los contratos casi siempre prohíben la constitución de cualquier nuevo derecho preferente sobre la propiedad. A veces se hacen excepciones en el caso de bonos emitidos bajo un plan de reorganización, cuando se reconoce que una hipoteca previa puede ser necesaria para permitir la recaudación de nuevo capital en el futuro.

Ejemplo: En 1926, la Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad Company emitió 107.000.000 de dólares de bonos hipotecarios Serie A al 5% y, previos a estos, 185.000.000 de dólares de Convertible Adjustment Mortgage 5s, a cambio de los productos financieros de la Chicago, Milwaukee and St. Paul Railroad Company en bancarrota. Las cláusulas del contrato permitían la posterior emisión de una cantidad indefinida de First and Refunding Mortgage Bonds, que se clasificarían por delante de la Series A Mortgage 5s.²⁰⁵

Cláusula de producto financiero *equal and ratable*. Cuando una emisión de bonos no está garantizada suele determinarse que compartirá a partes iguales cualquier derecho hipotecario establecido a posteriori sobre la propiedad.

Ejemplo: La New York, New Haven and Hartford Railroad Company vendió una serie de emisiones de certificados de deuda entre 1897 y 1908. Inicialmente estos bonos no estaban asegurados, pero las cláusulas establecían que debían asegurarse al igual que cualquier hipoteca que más tarde se estableciera sobre la propiedad. En 1920, una hipoteca *first and*

²⁰⁵ En 1933, el St. Paul obtuvo permiso para emitir parte de los *first and refunding bonds*, para que fueran retenidos como fianza de los préstamos a corto plazo hechos por el gobierno de Estados Unidos.

refunding fue autorizada por los accionistas. Por lo tanto, las anteriores emisiones han estado desde entonces igualmente aseguradas por bonos emitidos bajo la nueva hipoteca. Todavía llevan el título de «certificados de deuda», lo que actualmente da lugar a confusión. Sin embargo, hay una emisión de certificados de deuda al 4%, con vencimiento en 1957, que no llevaba esta provisión y, por lo tanto, quedó sin asegurar. En 1939 los certificados (no asegurados) 4s, con vencimiento en 1957, se vendieron a un tercio del precio de los certificados de deuda 4s, con vencimiento en 1956, por ejemplo, 5 vs. 16.²⁰⁶

Hipotecas *purchase-money*. Es habitual permitir sin restricciones la asunción de hipotecas *purchase-money*. Se trata de derechos de embargo asociados solamente a propiedad nueva adquirida a posteriori, y no se considera que su asunción afecte la posición de los demás titulares de bonos. Esta última suposición no es necesariamente válida, por supuesto, puesto que es posible aumentar el ratio de deuda total de la empresa hasta el total de capital accionarial, de manera que se puede poner en riesgo la posición de los titulares de bonos existentes.

Subordinación de la emisión de bonos a la deuda bancada en las reorganizaciones. En el caso de bonos o títulos emitidos dentro de un plan de reorganización, a veces se establece que su derecho debe ser anterior al de los préstamos bancarios presentes o futuros. La razón es para facilitar los préstamos bancarios que, de lo contrario, podrían tener lugar solo mediante el compromiso de clientes o inventarios como garantía. Un ejemplo de este procedimiento serían las Aeolian Company Five-year Secured 6% Notes, con vencimiento en 1937, emitidas bajo un plan de reajuste de capital con un intercambio parcial por las Guaranteed 7% Preferred Stock de la empresa. Los títulos estaban subordinados a 400.000 dólares de préstamos bancarios, que se pagaron a posteriori.

Protecciones contra la creación de cantidades adicionales de la misma emisión.

Casi todos los bonos o acciones preferentes gozan de una protección adecuada respecto de la creación de cantidades adicionales de la misma emisión. Las provisiones habituales requieren un margen considerable de beneficios por encima de los requisitos de la emisión así ampliada. Por ejemplo, unos New York Edison Company First Lien and Refunding

²⁰⁶ En casos excepcionales, las obligaciones certificadas de deuda tienen un derecho prioritario sobre la propiedad en caso de que se establezca una hipoteca posterior sobre ella. *Ejemplo:* National Radiador Corporation Debenture 6 1/2S, con vencimiento en 1947, y la *Income Debenture* 5s con vencimiento en 1946 de la corporación sucesiva. En una segunda reorganización, con efecto en 1939, estos certificados de deuda fueron sustituidos por acciones. Este es un ejemplo excelente de la escasa importancia relativa de las provisiones de protección en comparación con las operaciones rentables.

Mortgage Bonds adicionales no se pueden emitir, salvo para refinanciarse, a menos que los beneficios netos consolidados durante el último período de doce meses hayan sido de al menos $1^{207}/4$ veces los gastos de intereses anuales sobre la deuda en bonos agregada de la empresa, incluidos los que se van a emitir. En el caso de Wheeling Steel Corporation First Mortgage Bonds, el ratio requerido es de 2 veces.³

Sin embargo, en el ámbito de los ferrocarriles, las provisiones de este tipo referentes a la cobertura de beneficios son prácticamente inexistentes. Los bonos de ferrocarril tipo *blanket-mortgage* (hipoteca sobre varias propiedades) normalmente restringen la emisión de bonos adicionales a través de una provisión de que el total de deuda financiada no debe exceder cierto ratio de las acciones de capital pendientes y, por un límite sobre la emisión de nuevos bonos, hasta cierto porcentaje del coste o valor justo de las propiedades de nueva adquisición. (Véase, por ejemplo, los Baltimore and Ohio Railroad Company Refunding and General Mortgage Bonds y los Northern Pacific Railway Company Refunding and Improvement Bonds.) En las emisiones de bonos más antiguas era habitual cerrar la hipoteca a una cantidad fija relativamente baja, requiriendo así que se levantaran fondos adicionales con la venta de productos financieros júnior. Esta provisión dio lugar a los bien clasificados «bonos subyacentes» a los cuales nos referimos en el cap. 6.

En un caso típico se pueden hacer emisiones adicionales de bonos hipotecarios solo con el aval de una nueva propiedad que valga considerablemente más que el aumento en deuda. (Véanse, como ejemplos: Youngstown Sheet and Tube Company First Mortgage, bajo la cual se pueden emitir más bonos para financiar el 75% del coste de los añadidos o mejoras a las propiedades hipotecadas; New York Edison Company, Inc., First Lien and Refunding Mortgage, bajo el que se pueden emitir mayor cantidad de bonos para financiar adiciones o mejoras hasta un 75% del gasto real y razonable; Pere Marquette Railway Company First-Mortgage Bonds, que pueden emitirse hasta un 80% del coste o valor justo, el que sea menor, de la propiedad adquirida o de nueva construcción.)

Estas protecciones son concebidas lógicamente y casi siempre se respetan de forma escrupulosa. Sin embargo, su importancia práctica es menor de la que puede parecer porque, en el ejemplo habitual, se precisaría el resultado estipulado con el fin de atraer compradores para la emisión adicional.

²⁰⁷ Para provisiones similares en el caso de acciones preferentes, véase Consolidated Edison Company of New York 5 dólares Preferred, General Foods Corporation 4,50 dólares Preferred y Gotham Silk Hosiery Company 7 dólares Preferred.

Requisitos de capital circulante. Las provisiones para mantener el capital circulante a cierto porcentaje de la deuda en bonos, y determinado ratio de activo circulante y pasivo circulante, no están en absoluto estandarizadas. Aparecen solo en los contratos de bonos industriales.²⁰⁸

Los porcentajes requeridos varían, así como también varían las penalizaciones por no respetarlos. En la mayoría de casos, el resultado es simplemente la prohibición de dividendos hasta el restablecimiento del nivel o ratio adecuado de capital circulante. En unos pocos casos, el capital de la emisión del bono se puede declarar vencido.

Ejemplos: 1. Única penalización, prohibición de dividendos. B. F. Goodrich First 4 1/2s, con vencimiento en 1956, y Wilson and Company First 4s, con vencimiento en 1955, requieren que el activo circulante equivalga a su deuda total; es decir, que el activo rápido neto sea igual a la deuda financiera. En el caso de West Virginia Pulp and Paper First 4 1/2s, con vencimiento en 1952, las acciones preferentes subsidiarias se incluyen en la deuda financiera.

Las provisiones de Fairbanks, Morse and Company Debenture 4s, con vencimiento en 1965, requieren que el activo circulante sea igual (a) al 110% del pasivo total y (b) al 200% del pasivo circulante. En el caso de Wheeling Steel 4 1/2s, con vencimiento en 1966, y Republic Steel General 4 1/2s, con vencimiento en 1956, el activo circulante ha de equivaler al 300% del pasivo circulante, y el activo circulante neto ha de equivaler al 50% de la deuda financiera.

2. El incumplimiento de los requisitos es un caso de morosidad. Skelly Oil Debenture 4s, con vencimiento en 1951, y Serial Notes, con vencimiento en 1937- 1941. En este caso, la empresa accede a mantener un activo circulante equivalente a como mínimo un 200% del pasivo circulante.

En el caso de Continental Steel 4 1/2s, con vencimiento en 1946, el ratio requerido es de 115%.

Entre los ejemplos anteriores puede citarse American Machine and Foundry 6s, con vencimiento en 1939, que tenía una doble provisión: la primera prohibía dividendos salvo que el activo circulante neto equivaliera a 150% de la emisión de bonos pendiente, y la segunda requería incondicionalmente que el activo circulante neto se mantuviera al 100% del valor de mercado de los bonos pendientes. En el caso de la United States Radiator Corporation 5s, con vencimiento en 1938, la empresa accedía a mantener siempre un capital neto circulante equivalente al 150%

²⁰⁸ Ashland Home Telephone First 4 1/2s, con vencimiento en 1961, es una emisión de suministros con una provisión peculiar y más bien débil relativa al activo circulante neto.

de la deuda financiera pendiente.

Parecería una teoría sólida requerir regularmente ciertas provisiones de protección respecto al capital circulante en el caso de los bonos industriales. Ya hemos sugerido que un ratio adecuado de activo circulante neto a deuda consolidada ha de considerarse como uno de los criterios específicos en la selección de bonos industriales. Este criterio ha de establecerse normalmente en el propio contrato, de modo que el titular del bono tenga derecho al mantenimiento de un ratio satisfactorio durante la vida de la emisión, y a una compensación adecuada si la cifra cae por debajo del punto adecuado.

La prohibición de pagar dividendos bajo tales condiciones es sólida y practicable. Pero la penalización más restrictiva, que tacha la deficiencia de capital circulante de «caso de morosidad» no parece que pueda ser efectiva o beneficiosa para el titular de bonos. La objeción que la suspensión de pagos perjudica más que ayuda a los acreedores se aplica con una fuerza especial en este caso. Respecto a los United States Radiator 5s, antes mencionados, podemos señalar que el balance a 31 de enero de 1933 mostraba un incumplimiento del requisito del 150% del capital circulante. (El activo neto circulante era de 2.735.000 dólares, o solo un 109% de la emisión de bonos de 2.518.000 dólares.) Sin embargo, el procurador no tomó ninguna medida para declarar el vencimiento del capital, ni tampoco se le pidió que lo hiciera por parte del número requerido de titulares de bonos. Con toda probabilidad, una suspensión de pagos declarada por este motivo se habría considerado muy perjudicial para los intereses de los titulares de bonos. No obstante esta actitud significaría que la provisión en cuestión no tendría que haberse incluido nunca en el contrato.²⁰⁹

Control a través del voto como compensación. Ya hemos avanzado y comentado anteriormente que el derecho de los titulares de bonos a nombrar procuradores en caso de cualquier mora puede también sustituirse por el derecho a obtener el control sobre la empresa a través del voto. Sea cual sea el punto de vista del lector respecto a la solidez de esta sugerencia aplicada al incumplimiento del pago de intereses o de capital, imaginamos que estará de acuerdo con nosotros que tiene mérito en el caso de moras «secundarias»; es decir, incumplimientos a la hora de mantener el capital circulante acordado o de hacer los pagos al fondo de amortiza-

²⁰⁹ En 1933 hubo situaciones similares en relación a G. R. Kinney Company (de zapatos) 7 1/2s, con vencimiento en 1936, y Budd Manufacturing Company First 6s, con vencimiento en 1935. A principios de 1934, la United States Radiator Corporation pidió a los titulares de certificados de deuda modificar las provisiones respecto tanto al mantenimiento del capital circulante como al pago de los fondos de amortización. Para estas concesiones no se ofreció ninguna compensación significativa.

ción, puesto que las alternativas presentes —ya sean precipitar la insolvencia o no hacer absolutamente nada— son totalmente insatisfactorias.

Provisiones de protección para emisiones de fondos de inversión. Consideramos que los bonos de fondos de inversión pertenecen a una categoría especial porque, por su naturaleza, se prestan a la aplicación de provisiones compensatorias rigurosas. Tales bonos son básicamente similares a los préstamos de fianza hechos por los bancos o por productos financieros comercializables. Como protección de estos préstamos bancarios, se precisa que el valor de mercado del aval se mantenga a cierto porcentaje por encima de la cantidad que se debe. Del mismo modo, los prestamistas de dinero a un fondo de inversión han de tener derecho a exigir que el valor de la cartera esté siempre por encima de la cantidad de los préstamos en un porcentaje adecuado, como el 25%, por ejemplo. Si el valor de mercado cayera por debajo de esta cifra, al fondo de inversión se le pediría que hiciera lo mismo que cualquier otro prestatario avalado por productos financieros. O bien ha de invertir más dinero (es decir, reunir más capital de los accionistas) o vender productos financieros y retirar deuda con lo recaudado, en una cantidad suficiente para restaurar el margen adecuado.

Las desventajas inherentes a la inversión en bonos justifican en general que el comprador de bonos insista en cualquier posible protección. En el caso de bonos de fondos de inversión, una medida de protección muy efectiva puede asegurarse a través de un pacto que mantenga el valor de mercado de la cartera por encima de la deuda en bonos. Por ello, los inversores de emisiones de fondos de inversión han de exigir este tipo de provisión de protección y, lo que es igual de importante, han de requerir su estricta aplicación. Pese a que esta postura pueda ocasionar problemas a los accionistas cuando caigan los precios de mercado, forma parte del trato original por el cual los accionistas accedían a asumir la mayor parte del riesgo a cambio de los beneficios adicionales.²¹⁰

Un estudio de los contratos de bonos de fondos de inversión descubre

²¹⁰ Si el valor de mercado del activo cae por debajo del 100% de la deuda financiera, parece que se crea una condición de insolvencia que da derecho a los titulares de bonos a insistir en que se tomen medidas compensatorias inmediatas. De lo contrario, los accionistas podrían especular con el futuro con lo que es totalmente capital de los titulares de bonos. Pero hasta este punto aparentemente sencillo no viene sin problemas. En 1938, los titulares de Reynolds Investing Company 5s intentaron nombrar a un procurador debido a la insolvencia, pero los accionistas alegaron que el precio de mercado de ciertas grandes carteras de productos financieros era inferior a su valor real. Tras un considerable retraso, se nombraron los procuradores de acuerdo con lo acordado entre los varios interesados. Adviértase que los Guardian Investors Corporation 5s, con vencimiento 1948, han estado sumergidos casi todo el tiempo desde 1932 y se vendieron a un precio tan mínimo como 24, sin que se tomara ninguna medida compensatoria.

una falta notable de uniformidad respecto de estas medidas de protección. La mayoría sí requieren cierto margen del valor del activo sobre la deuda como condición para la venta de bonos adicionales. El ratio requerido de activo neto a deuda financiera oscila desde 120% (por ejemplo, General American Investors) a 250% (por ejemplo, Niagara Shares Corporation). Lo más habitual es 125 o 150%. Al pago de dividendos en efectivo se aplica una restricción similar. El ratio requerido para este fin oscila de 125% (como en Domestic and Foreign Investors) a 175% (que debe mostrarse para permitir los dividendos en efectivo en las acciones ordinarias de Central States Electric Corporation). La cifra modal es probablemente 140 o 150%.

Sin embargo, la mayoría de emisiones no precisan siempre e incondicionalmente el mantenimiento de un exceso mínimo de valor del activo por encima de la deuda en bonos. Desde luego pueden darse algunos ejemplos de este compromiso, como General Public Service Corporation Convertible Debenture 5s, con vencimiento en 1953; American European Securities Company Collateral 4s, con vencimiento en 1956, y Affiliated Fund, Inc., Secured Convertible 4 1/2s y 4s, con vencimiento en 1949, todos ellos requieren mantener un ratio del 125% del valor de activos a precio de mercado de la deuda financiera. En el caso de Affiliated Fund, la compensación establecía la venta inmediata por parte del procurador del aval y la retirada de bonos hasta la restauración del ratio necesario. En otros casos se determina un proceso más elaborado para declarar el vencimiento y pago de toda la emisión. Sugerimos que las provisiones de este tipo —preferiblemente las de aplicación más sencilla— sean un requisito estándar para las emisiones de bonos en fondos de inversión.²¹¹

Fondos de amortización

En su forma moderna, un fondo de amortización establece la retirada periódica de cierta parte de una emisión sénior a través de pagos hechos por la corporación. El fondo de amortización adquiere el producto por convocatoria, a través de licitaciones selladas, o mediante compras en el

²¹¹ Otro tipo de compensación que aparecía en el contrato que aseguraba Reynolds Investing Company 5s establecía que si en cualquier momento el valor neto del activo caía por debajo del 110% de la emisión, esta se declararía vencida y a pagar en la siguiente fecha de intereses. La misma dificultad apareció al aplicar esta provisión en el caso de la cuestión de la solvencia antes comentada.

Adviértase también el caso de Alleghany Corporation Colliateral Trust 5s, con vencimiento en 1949. La circular de oferta indicaba que la cobertura del 150% sería obligatoria. Sin embargo, el contrato decía que el incumplimiento de este margen no constituiría caso de mora pero provocaría solo la prohibición de dividendos y la incautación por el procurador de los ingresos del aval.

mercado abierto efectuadas por el procurador o la corporación. En el segundo caso, la corporación entrega los bonos al fondo de amortización en vez de dinero en efectivo. El fondo de amortización acostumbra a actuar una o dos veces al año, pero no son nada infrecuentes las provisiones de pagos trimestrales o incluso mensuales. En el caso de muchas emisiones de bonos, los bonos adquiridos por el fondo de amortización no se retiran realmente, sino que se «mantienen vivos»; es decir, retiran intereses, y estos se utilizan a su vez para compras del fondo de amortización, incrementando así este último a un ritmo compuesto.

Ejemplo: Un importante ejemplo de este arreglo lo dieron las dos emisiones de United States Steel Sinking Fund 5s, que originalmente sumaban 504.000.000 dólares. Los bonos de la emisión júnior, que cotizaban en el NYSE, eran conocidas popularmente en el mercado de bonos como Steel Sinkers («Amortizadores de acero»). Al añadir los intereses de los bonos al fondo, los pagos anuales crecieron de 3.040.000 dólares en 1902 a 11.616.000 en 1928. (Al año siguiente se retiraron o asignaron todas las sumas pendientes de estas emisiones.)

Beneficios. Los beneficios de un fondo de amortización van en dos direcciones. La reducción continua del tamaño de la emisión proporciona una seguridad creciente y una mayor facilidad del repago del balance al vencimiento. También es importante el apoyo dado al mercado por parte de la emisión mediante la repetida aparición de una notable demanda de compra. Casi todas las emisiones de bonos industriales tienen fondos de amortización; en el grupo de los suministros hay tantos con fondos como sin ellos; en el de los ferrocarriles, los fondos de amortización son excepcionales. No obstante, en años recientes, se ha dado cada vez mayor importancia a la conveniencia de disponer de un fondo de amortización, y pocas emisiones sénior a largo plazo se ofrecen ahora sin tal provisión.²¹²

Indispensable en algunos casos. En algunas circunstancias, un fondo de amortización es absolutamente necesario para la protección de un bono. Eso es generalmente cierto cuando el principal apoyo de la emisión consiste en un activo amortizable. Por ejemplo, los bonos de propiedades mineras tienen invariablemente un fondo de amortización, normalmente de proporciones considerables y basado en el tonelaje extraído. Un fondo de amortización de un tamaño relativamente menor se establece normalmente en bonos de inmobiliarias. En todos estos casos, la teoría es que la depreciación anual ha de aplicarse a la reducción de la deuda financiera.

²¹² En 1933, la Interstate Commerce Commission recomendó encarecidamente que los ferrocarriles adoptaran fondos de amortización para amortizar su deuda existente. La Chicago and North Western Railway anunció entonces un plan de este tipo cuyos detalles no eran especialmente impresionantes.

Ejemplos: Un ejemplo especialmente importante fue la emisión de Interborough Rapid Transit Company First and Refunding 5%, con vencimiento en 1966, que estaba asegurada principalmente por un arrendamiento en propiedades que pertenecen al municipio de Nueva York. Obviamente, resultaba esencial cubrir, a través de un fondo de amortización, la retirada de toda la emisión para cuando el arrendamiento venciera en 1967, puesto que la corporación estaría entonces privada de la mayoría de sus activos y de su poder de ganar beneficios. Un caso similar era el de Tobacco Products 6V2S, con vencimiento en 2022, cuyo valor dependía enteramente de los pagos anuales de 2.500.000 dólares emitidos por la American Tobacco Company bajo un arrendamiento que vence en 2022.

La ausencia de un fondo de amortización bajo este tipo de condiciones sin duda crea problemas.

Ejemplos: Federal Mining and Smelting Company ofrecía el atípico panorama de una empresa minera con una emisión cuantiosa de acciones preferentes (12.000.000 de dólares); además, las acciones preferentes no disponían de fondo de amortización. La declaración de un dividendo de 10 dólares por acción ordinaria en 1926 provocó una acción judicial para proteger las acciones preferentes de la amenaza de hundimiento de su posición por un agotamiento de las minas, sumado a la distribución de beneficios en efectivo de las acciones júnior. Como resultado del litigio, la empresa congeló el reparto de dividendos hasta 1937 y consagró sus beneficios adicionales a reducir las acciones preferentes, que fueron retiradas por completo en 1939.

Iron Steamboat Company General Mortgage 4s, con vencimiento en 1932, no disponía de fondo de amortización, aunque los barcos que hacían de fianza estaban, obviamente, sujetos a una pérdida constante de valor. Estos bonos, hasta 500.000 dólares, habían sido emitidos en 1902 y eran un segundo aval para la propiedad de la empresa (que consistía principalmente en siete barcos pequeños de vapor que operaban entre Nueva York y Coney Island), precedentes de 100.000 dólares en bonos hipotecarios. Durante los años 1909 a 1925, ambos inclusive, la empresa pagó dividendos de las acciones ordinarias de un total de más de 700.000 dólares y ya en 1922 había retirado todos sus bonos hipotecarios mediante la aplicación del fondo de amortización a esta emisión. En este punto los 4s, con vencimiento en 1932, se convirtieron en el aval principal de toda la propiedad. En 1932, cuando la empresa cayó en bancarrota, la emisión entera estaba todavía pendiente. La propiedad hipotecada se subastó en febrero de 1933 por 15.050 dólares, una cifra resultado del pago de menos de 1 céntimo por dólar a los titulares de bonos. Un fondo de amortización adecuado podría haber rescatado la emisión entera de los beneficios que se

habían distribuido a los accionistas.

Cuando la empresa se puede considerar permanente, la ausencia de un fondo de amortización no condena necesariamente la emisión. Eso es así no solo en la mayoría de bonos de ferrocarril de alta calificación y de muchos bonos de suministros de alta calificación, sino también en la mayoría del selecto grupo de las antiguas acciones preferentes industriales que merecen el rango de inversión, como National Biscuit Preferred, que no tiene fondo de amortización. Por ello, desde un punto de vista más amplio, los fondos de amortización pueden caracterizarse como invariablemente deseables y a veces, pero no siempre, indispensables.

Vencimientos en serie como alternativa. El objetivo general perseguido por un fondo de amortización se puede obtener mediante el uso de vencimientos en serie. La retirada anual de una parte de la emisión a su vencimiento corresponde a las reducciones a través de la adquisición de fondos de amortización. Los vencimientos en serie son relativamente infrecuentes, siendo su principal objeción las numerosas cotizaciones separadas que comportan. Sin embargo, en el campo de los *equipment-trust* son una norma general. Esta excepción puede explicarse por el hecho de que las compañías aseguradoras y otras instituciones financieras son los principales compradores de obligaciones de equipos, y por sus especiales necesidades, la variedad de fechas de vencimiento resulta una comodidad. Los vencimientos en serie se utilizan también a menudo en la financiación estatal y municipal.

Problemas de cumplimiento. El cumplimiento de las provisiones de los fondos de amortización de una emisión de bonos presenta el mismo problema que en el caso de pactos para el mantenimiento del capital circulante. El incumplimiento de un pago a un fondo de amortización se caracteriza regularmente en el contrato como morosidad, lo cual permite al procurador declarar el vencimiento del capital y, así, precipitar la suspensión de pagos. Las objeciones a esta «compensación» son evidentes, y no podemos recordar ningún ejemplo en el cual la omisión de pagos de un fondo de amortización, no asociada a una mora de intereses, estuviera seguida realmente del cumplimiento de las provisiones del contrato. Cuando la empresa sigue pagando intereses pero alega ser incapaz de cumplir con el fondo de amortización, no es extraño que el procurador y los titulares de bonos detengan las actividades y permitan que se acumulen los atrasos. Más frecuente es hacer una solicitud formal a los titulares de bonos por parte de la corporación para el aplazamiento de los pagos del fondo de amortización. Tal petición es casi siempre aceptada por la gran mayoría de titulares, puesto que la alternativa se contempla como insolvencia. Esto resulta válido incluso en el caso de Interborough Rapid Transit 5s, para la que —como hemos señalado— el fondo de

amortización era un elemento de protección²¹³ esencial.

La sugerencia con respecto a los pactos del capital circulante, es decir, que en caso de morosidad el control a través del voto se transfiera a los titulares de bonos, es igualmente aplicable a la provisión del fondo de amortización. En nuestra opinión, eso sería claramente preferible al procedimiento presente por el cual el titular de bonos debe o no hacer nada para protegerse, o bien tomar la drástica y calamitosa medida de forzar la bancarrota.

La importancia que hemos prestado al tipo adecuado de provisiones de protección para los bonos industriales no ha de llevar al lector a pensar que la presencia de tales provisiones conlleva una garantía de seguridad. Dista mucho de ser el caso. El éxito de una inversión en bonos depende básicamente del éxito de la empresa y, solo en un grado muy secundario, de las condiciones del contrato. De ahí la aparente paradoja de que los productos financieros sénior que dieron mejor resultado durante la crisis tuvieran, en su conjunto, provisiones de contrato bastante deficientes. La explicación es que las mejores emisiones como categoría han sido las más antiguas, y estas datan de épocas en las que se prestaba una menor atención que ahora a los pactos de protección.

En la nota 34 del Apéndice presentamos dos ejemplos opuestos (Willys-Over-land Company First 6Vs, con vencimiento en 1933, y Berkey and Gay Furniture Company First 6s, con vencimiento en 1941) en los que una combinación de un resultado fuerte estadísticamente con todas las provisiones de protección estándar no lograron proteger a los titulares de una enorme pérdida posterior. Sin embargo, mientras los pactos de protección de los que hemos estado hablando no garantizan la seguridad de la emisión, al menos aumentan la seguridad y, por lo tanto, vale la pena insistir en ellos.

²¹³ El plan de reajuste voluntario propuesto en 1922 aplazaba los pagos al fondo de amortización de estos bonos durante un periodo de cinco años. Aprox. un 75% de la emisión aceptó la modificación. Los pagos de los fondos de amortización han sido suspendidos sin penalización en el caso de numerosas emisiones de bienes inmuebles, bajo la disposición de varias leyes moratorias de hipotecas inmobiliarias. *Ejemplo:* Harriman Building First 6s, vencimiento 1951. No hubo pagos de fondos de amortización entre 1934 y 1939 en virtud de la Ley Moratoria de Nueva York.

Capítulo 20

Medidas de protección de las acciones preferentes. Mantenimiento del capital júnior

A las acciones preferentes se les suele otorgar cierta protección contra la colocación de nuevas emisiones por delante de ellas. Las provisiones estándar prohíben tanto unas acciones previas como una emisión de bonos hipotecarios salvo con la aprobación del voto de dos tercios o tres cuartos de las acciones preferentes. La prohibición no es absoluta porque las condiciones son siempre dentro de una previsión bajo la cual los accionistas preferentes podrían encontrar provechoso autorizar la creación de una emisión sénior. Eso se puede hacer porque para evitar la suspensión de pagos es necesaria la nueva financiación a través de una emisión de bonos. Cabe destacar el ejemplo de Eitingon-Schild Company en 1932. Según las provisiones de las 6 1/2% First Preferred Stock, la empresa no podía crear una hipoteca, aval o gasto sobre ninguna de sus propiedades, excepto obligaciones de capital constituido de la renta, ampliaciones de hipotecas existentes y la entrega de activos líquidos para garantizar los préstamos hechos durante el transcurso ordinario del negocio. Debido a la precariedad de las condiciones financieras que padecía la empresa en 1932, los accionistas preferentes autorizaron ciertas redistribuciones financieras, como la creación de una emisión de 5.500.000 dólares de certificados de deuda al 5% que contenían ciertas provisiones cuyo efecto era crear un cargo especial contra las propiedades fijas.

Conveniencia de la protección contra la creación de deuda no garantizada. Es habitual no dotar a los accionistas preferentes del control sobre la creación de deuda no garantizada. Este aspecto lo refleja bien la American Metal Company, que en 1930 emitió 20.000.000 dólares de títulos de certificados de deuda sin el voto de los accionistas preferentes, pero que, en 1933, fue obligada a pedir su aprobación para la posible entrega de avales para refinanciar los títulos a su vencimiento. Esta distinción nos parece poco coherente, puesto que la deuda no asegurada es una amenaza tan grande para unas acciones preferentes como una obligación hipotecaria. Parece ilógico, como se suele hacer, establecer que los accionistas preferentes puedan prohibir la emisión de nuevas acciones

preferentes por delante o equivalentes a las suyas, así como también de cualquier deuda asegurada, y, por el contrario, que no tengan nada que decir sobre la creación de una emisión de bonos certificados de deuda, por muy amplia que sea.

Presumiblemente, esta exclusión surgió del deseo de permitir a los bancos tomar dinero prestado para objetivos de negocio ordinario, pero este aspecto puede solucionarse con una estipulación específica, al igual que la provisión estándar que se utiliza ahora permite la entrega de activos para garantizar «préstamos hechos durante el transcurso ordinario del negocio» sin necesidad del consentimiento de los accionistas.¹

A menudo se cuenta con el voto de los accionistas preferentes para permitir la emisión de un producto financiero del mismo rango o incluso anterior que vaya a ser intercambiado por las propias acciones ordinarias dentro de un plan de recapitalización, siendo este último normalmente designado para eliminar los dividendos acumulados. Otorgando a la nueva emisión igualdad o prioridad sobre la antigua, los accionistas que deseen rechazar la composición están prácticamente obligados a aceptarla.

Ejemplo: En 1930 Austin Nichols and Company tenía acciones preferentes al 7% pendientes sobre las que se habían acumulado dividendos de 21 dólares por acción. La empresa ofreció intercambiar cada acción por una acción de 5 dólares Cumulative Prior A además de 1,2 acciones ordinarias. Con el voto de los accionistas preferentes, que aceptaron el plan, las nuevas acciones Prior A se convirtieron en sénior de las antiguas preferentes. El resultado fue que un 99% de estas nuevas fue entregado para el cambio. International Paper y Fisk Rubber hicieron ajustes similares de dividendos de fondo sobre las preferentes en 1917 y 1925 respectivamente. En estos casos se emitieron acciones preferentes adicionales de la misma categoría que las antiguas acciones.^{214 215} en la que se requería un capital circulante equivalente al 125% de la acción preferente).²¹⁶

Derecho al voto en caso de impago de dividendos. El segundo tipo de

²¹⁴ Hay que advertir, sin embargo, que en años recientes ha habido una tendencia creciente a proteger a los accionistas preferentes contra la creación de bonos certificados de deuda requiriendo su aprobación de la emisión de «bonos, títulos, certificados o cualquier otra prueba de deuda con vencimiento a más de un año desde la fecha de su emisión». Véase, por ejemplo, Kendall Company 6s Participating Preferred, A. M. Myers Company 7% Preferred. Entre las emisiones más antiguas, Loose-Wiles Biscuil Company 7% First Preferred gozaba de este tipo de protección.

²¹⁵ Las leyes más recientes de algunos estados han permitido a las empresas a imponer a todos los accionistas preferentes que acepten un plan de recapitalización con dos tercios de voto afirmativo. *Ejemplo:* la recapitalización de International Paper and

²¹⁶ En 1939, la 7% First Preferred fue sustituida por *income bonds*, nuevas preferentes y acciones ordinarias.

medida de protección para las acciones preferentes tiene relación con el derecho de voto que se reserva para el caso de impago de dividendos. Por lo que sabemos, estas medidas solo se aplican a las emisiones acumulativas. El procedimiento varía cuando el poder de voto se hace efectivo y según el grado de control conferido. En algunos casos (como Kaufmann Department Stores 7% Preferred y Royal Baking Powder Company 6% Preferred) el derecho al voto entra en vigor después de la omisión de un dividendo. En el otro extremo, el derecho se hace efectivo solo después del impago de ocho pagos cuatrimestrales (por ejemplo, Brunswick-Balke-Collender Company). El período que se acostumbra a dar es de un año. El derecho que se otorga sobre las acciones preferentes puede ser: (1) el voto exclusivo de los directores, (2) elegir por separado una mayoría del consejo, (3) elegir por separado una minoría del consejo o (4) votar acción por acción con las ordinarias.

Ejemplo de (1): McKesson and Robbins, Inc. Preferred Stock recibió el derecho único a elegir los directores por omisión del cuarto pago trimestral de dividendo en diciembre de 1932.

Ejemplo de (2): En 1933 Hahn Department Stores Preferred obtuvo el derecho a elegir la mayoría del consejo por omisión de cuatro pagos de dividendos trimestrales.

Ejemplo de (3): Universal Pictures First Preferred tiene derecho a elegir dos directores en caso de impago de seis dividendos trimestrales. Brooklyn and Queens Transit Corporation Preferred puede elegir un tercio del consejo si no se han pagado todos los atrasos en un año después del impago de un dividendo trimestral.

Ejemplo de (4): City Ice and Fuel Preferred vota acción a acción con las ordinarias en caso de impago de cuatro dividendos trimestrales.²¹⁷

Parece que el valor de este último trato depende en buena parte de que las acciones preferentes sean mayores o menores que la emisión ordinaria. Si son mayores, la votación acción por acción podría dar a la emisión el control efectivo, pero en la mayoría de casos la emisión preferente es menor y, por ello, es probable que el derecho de voto no se demuestre efectivo.

Derechos compuestos: West Penn Power 4¹/₂% Preferred y Wisconsin

²¹⁷ Una variación poco habitual de esta idea se halló en el caso de Du Pont Non-Voting Debenture Stock (una emisión preferente), retirada en 1939. Los titulares obtuvieron el derecho a votar igualmente con las acciones ordinarias en caso de que los beneficios de cualquier año cayeran por debajo del 9% de la emisión de certificado de deuda. Tenían el derecho exclusivo de voto si los dividendos quedaban impagados durante seis meses.

Gas and Electric 4 1/2% Preferred, ambas emitidas en 1939, tienen los siguientes derechos de voto: (1) el voto acción por acción con las ordinarias, salvo que (2) haya el impago del dividendo de un año, en cuyo caso los accionistas preferentes tienen derecho a elegir dos directores adicionales; (3) si los dividendos de tres años están sin pagar, tienen derecho a elegir la mayoría del consejo. North American Company 6% Preferred Stock puede elegir siempre a un cuarto del consejo. Si están pendientes tres años de dividendos, pueden elegir a la mayoría de directores.

Las emisiones no acumulativas necesitan una mayor protección. Las prácticas destacadas anteriormente merecen una crítica de orden más general. En primer lugar, aunque se da por hecho que estas provisiones de voto especiales se aplican solo a acciones preferentes acumulativas, la exclusión de emisiones no acumulativas nos parece completamente ilógica. Sus titulares tienen, desde luego, mayor motivo para exigir la representación en caso de impago, porque no tienen derecho a recuperar los dividendos perdidos en el futuro. En nuestra opinión, debería establecerse, como principio financiero, que cualquier acción preferente que actualmente no esté pagando sus dividendos completos tenga una representación por separado en la junta directiva.

Por otro lado, no consideramos adecuado privar a las acciones ordinarias de toda representación cuando no se pagan los dividendos preferentes. Un dominio absoluto de la junta por parte de los accionistas preferentes podría llevarlos a prácticas que fueran claramente injustas para los accionistas ordinarios; por ejemplo, la perpetuación del control de las acciones ordinarias absteniéndose innecesariamente de pagar los dividendos antiguos en su totalidad. Una minoría alerta en el consejo de dirección, aunque no tuviera poder de voto, podría resultar muy útil para evitar prácticas poco justas o incoherentes.

Canon general relativo al derecho de voto. De lo dicho anteriormente puede deducirse la existencia de un canon general relativo al derecho de voto. La medida estándar ha de dotar a cada acción preferente y ordinaria del derecho por separado de elegir algunos directores en cualquier circunstancia.²¹⁸ Sería razonable que los accionistas ordinarios eligieran la mayoría del consejo siempre y cuando

²¹⁸ Por lo que hemos podido determinar, tales emisiones son comparativamente raras. Sin embargo, véase North American Company Preferred y las nuevas acciones preferentes de Ogden Corporation (sucesora de Utilities Power and Light Corporation). Parece probable que aparezcan más de estas emisiones bajo los auspicios de la SEC. Sobre el tema general del derecho a voto de los accionistas preferentes, véase H. S. Stevens «Voting Rights of Capital Stock and Shareholders», *IX Journal of Business of the University of Chicago*, 311-348, octubre de 1938.

los dividendos preferentes se pagaran con regularidad, e igualmente razonable que siempre que los dividendos totales no se pagaran —ya fuera en una emisión preferente acumulativa o no acumulativa—, el derecho a elegir la mayoría del consejo pasara a manos de los accionistas preferente.²¹⁹

La protección adecuada de las emisiones preferentes debería exigir que el control del voto pasara a los titulares en caso no solo de impago de dividendos sino también de impago del fondo de amortización o del incumplimiento de mantener el capital circulante tal y como esté estipulado. Hay contratos, como los de Bayuk Cigars y A. G. Spalding, que conceden este derecho compensatorio a los accionistas preferentes. En nuestra opinión, esta práctica debería ser habitual en vez de excepcional.

El valor del control mediante el voto de los accionistas preferentes podría ponerse en cuestión. Considerando el asunto de manera realista, hay que admitir que el otorgamiento de derecho a voto a titulares de una acción preferente no va necesariamente en beneficio de los mismos. En algunos casos tal vez no puede ejercerse efectivamente este privilegio, en otros casos, los titulares se muestran demasiado indiferentes, están mal aconsejados, como para proteger sus intereses aunque tengan la capacidad para hacerlo. Estas limitaciones prácticas pueden ilustrarse con el caso de la Maytag Company.

En 1928 esta empresa (fabricante de lavadoras) se recapitalizó y emitió los siguientes productos:

100.000 acciones de 6 dólares Cumulative First Preferred.

320.000 acciones de 3 dólares Cumulative Preferred (Second Preferred).

1.600.000 acciones ordinarias.

Aproximadamente un 80% de todas esas acciones quedaron en manos de la familia Maytag. A través de bancos de inversión, vendieron sus participaciones de las primeras y las segundas preferentes al público. Eso les dio a título particular (es decir, no a la empresa) un neto de unos 20.000.000 de dólares. Retuvieron el control del negocio a través de la propiedad de las acciones ordinarias. El contrato establecía que ninguna emisión preferente gozaría del derecho a voto salvo que se produjera el impago de cuatro trimestres de dividendos en alguna de las dos emisiones. En este caso, ambas emisiones, votando juntas como una sola categoría, tendría derecho a elegir una mayoría de los directores. En 1932 se

²¹⁹ La sección 216-12 (a) del Cap. X de la Bankruptcy Act de 1938 parece que exige que a las acciones preferentes emitidas bajo la misma se les otorgue el derecho a elegir algunos directores en caso de cualquier impago de dividendos.

omitieron los dividendos en ambas clases de preferentes, con lo que el control del voto pasó así a los titulares de las mismas a principios de 1933.

Lo más curioso es que el único cambio efectuado en el período 1932-1933 en el consejo de dirección fue la dimisión del único miembro que —como socio de una de las empresas emisoras— presumiblemente había representado a los accionistas preferentes. Los cinco directivos restantes eran ejecutivos muy identificados con la titularidad de las acciones ordinarias. Mientras tanto, el precio de las dos emisiones preferentes cayó hasta 15 y 3 1/2, respectivamente, comparado con los precios de oferta iniciales de 101 y 50.

Si repasamos la situación, podemos observar a propietarios privados de un negocio vendiendo un derecho preferente de sus beneficios por grandes sumas de dinero, que habían retenido individualmente. Para proteger la participación pública en la empresa, las emisiones preferentes recibieron el control mediante el voto en caso de impago continuo de los dividendos. Eso significó un declive catastrófico en el valor de las acciones, pero el derecho a control mediante el voto no fue ejercido y la junta directiva, aún más que antes, estuvo bajo el dominio de aquellos que poseían las acciones ordinarias.

La actitud de Wall Street ante este incidente fue que, puesto que la dirección de la empresa era honesta y estaba capacitada, un cambio de cúpula era innecesario e incluso poco prudente. En nuestra opinión, este razonamiento pasa por alto el punto fundamental. Sin duda, la gestión operativa ha de quedar igual; posiblemente —aunque en absoluto seguro— los directores que representan las acciones preferentes seguirían las mismas políticas financieras con respecto a las emisiones sénior que seguiría una junta identificada con las acciones ordinarias. Sin embargo, la cuestión es que estas decisiones ha de tomarlas en realidad una junta directiva cuya mayoría haya sido seleccionada por los accionistas preferentes en ejercicio de sus derechos. Sin tener en cuenta si un cambio en la junta provocaría o no un cambio de política, la directiva ha de ser elegida de acuerdo con lo previsto en los artículos de la constitución de la sociedad. De lo contrario, la provisión de voto carece totalmente de sentido; se convierte en una mera frase para convencer al comprador de acciones preferentes para que crea que goza de protecciones que en realidad no existen (Hay que añadir que los dividendos de Maytag \$6 Preferred se retomaron en 1933 y sus acumulaciones fueron saldadas en 1934).

Procedimiento recomendado en tales casos. En opinión del autor, el procedimiento adecuado en casos como el de Maytag es totalmente claro. Los accionistas preferentes individualmente no tienen manera satisfactoria

de decidir sobre el nombramiento y la elección de directores que los representen. Esta responsabilidad debe recaer sobre las agencias emisoras, y ellas deben cumplirlo con rigor. Deben (1) obtener una lista de los accionistas preferentes registrados, (2) informarlos de sus nuevos derechos al voto, y (3) recomendarles una lista de directores y pedirles a sus representantes que voten por estos nominados. Los directores propuestos deben estar, obviamente, lo mejor cualificados posible para el puesto. Han de estar libres de grandes intereses o de afiliaciones próximas con las acciones ordinarias, y sería conveniente que fueran directamente propietarios de acciones preferentes. (En el caso de acciones preferentes emitidas con arreglo a la reorganización, no puede haber ninguna agencia emisora que tome la iniciativa, pero eso lo podían hacer las mismas agencias antes activas, de parte de los titulares de productos financieros, durante la reorganización.)

Sin embargo, es bastante posible que los directores elegidos por los accionistas preferentes sean incompetentes o que por otros motivos no representen sus intereses adecuadamente, pero este no sería un argumento válido contra la posesión y el ejercicio del poder de voto por parte de los accionistas preferentes. La misma objeción puede aplicarse al derecho de voto de los accionistas ordinarios. .. y de los ciudadanos. La compensación no es la privación del derecho al voto sino la formación. Como señalábamos anteriormente, una combinación de las provisiones adecuadas de control mediante el voto para las acciones preferentes con su utilización pronta y efectiva podría superar sobradamente las desventajas inherentes a la ausencia de un derecho legal no cualificado para recibir dividendos. Sin embargo, hasta que ambas condiciones sean satisfechas, debemos seguir haciendo hincapié en la superioridad práctica de los inversores en forma de bono sobre la forma de acción preferente.

Mantenimiento de un capital júnior adecuado. Finalmente queremos destacar un requisito de protección tanto para los titulares de bonos como para los accionistas preferentes que tiene técnicamente mucha importancia pero que suele descuidarse en los contratos o provisiones estatutarias. Se trata del mantenimiento de una cantidad adecuada de capital júnior. Ya habíamos señalado previamente que dicho capital júnior es una condición indispensable para cualquier inversión sólida en renta fija. No se podría hacer ningún préstamo prudente a un negocio al 3 o 4% de interés a menos que el negocio valiera una cifra considerable por encima de la cantidad tomada en préstamo. Se trata de algo elemental y comprensible; pero en general no se tiene en cuenta que las leyes corporativas permiten la retirada de prácticamente todo el capital y los excedentes una vez hecho el préstamo. Eso puede hacerse mediante el proceso legal de reducir el capital a una suma nominal y distribuir la

cantidad de la reducción entre los accionistas. Los acreedores no tienen manera de evitar tal maniobra a menos que se hayan protegido específicamente contra ella en el contrato de préstamo.

Peligro en el derecho a reducir el capital declarado. Tratemos de aclarar este punto con un ejemplo hipotético. Una empresa está enfrascada en el negocio de prestar dinero en cuentas a plazos. Tiene 2.100.000 dólares de capital y superávit. Con el fin de ampliar sus operaciones, toma prestados 2.000.000 de dólares con la venta de una emisión de bonos certificados de deuda al 5% a veinte años. Los beneficios y el capital accionarial parecen aportar una protección suficiente a los bonos. Posteriormente el negocio empeora y la empresa tiene una cantidad considerable de efectivo sin utilizar. Los accionistas votan reducir el capital a 100.000 dólares (en teoría, puede reducirse hasta a 1 dólar), y reciben de vuelta 2.000.000 de dólares en efectivo, como rendimiento del capital.

En efecto, los accionistas han recuperado su capital con el dinero en efectivo proporcionado por los titulares de bonos, pero conservan la propiedad y el control del negocio junto al derecho a recibir todos los beneficios por encima del 5%. Los titulares de bonos se encuentran en la absurda posición de haber proporcionado todo el capital y, por lo tanto, haber asumido todos los riesgos de pérdidas, sin tener ninguna parte de los beneficios por encima de los intereses ordinarios. Eso sería absolutamente injusto, pero al parecer puede tener lugar legalmente salvo que el contrato de la emisión del bono lo impida específicamente, estipulando que no se pueden hacer distribuciones entre los accionistas que reduzcan el capital y el superávit por debajo de una cifra determinada.

La eliminación de la «reserva» de los titulares de bonos mediante su retirada directa en efectivo —como en nuestro ejemplo hipotético— es un caso extraño, tal vez sin precedentes. Sin embargo, una situación equivalente ocurre, de hecho, en la práctica, mediante la combinación de grandes pérdidas de explotación seguidas de la reducción de capital para liquidar el consecuente déficit de balance.

Ejemplos: En el cap. 30 hablamos de un ejemplo extraordinario de este tipo, el caso Interborough-Metropolitan. En él, el capital declarado fue reducido por la acción de los accionistas para eliminar un enorme déficit de beneficios y pérdidas. Posteriormente a esta acción, los beneficios de un carácter sin duda temporal se desembolsaron en forma de dividendos, en vez de ser conservados para beneficios de los titulares de bonos, que más tarde sufrieron unas pérdidas cuantiosas. Para llevar a cabo la reducción de capital entonces existente se recurrió a la fusión con una corporación fantasma. A partir de entonces este mismo procedimiento se

ha utilizado varias veces con respecto a planes de recapitalización, como en el caso de Central Leather Company en 1926 y Kelly-Springfield Tire Company en 1932.

Como el resultado de pérdidas fue continuo durante la crisis de la década de 1930, se produjeron numerosas reducciones de capitalización por votación de los accionistas. Estas acciones se llevaron a cabo sin consultar a los titulares de bonos, y la mayoría de estas reducciones fueron efectuadas por cambios de acciones sin valor nominal a acciones por debajo del valor nominal. A menudo, eso fue acompañado de amortizaciones de activos intangibles o rebajas de activos fijos. Dichas amortizaciones de activos, en una parte del balance y del capital en la otra, no tienen una importancia significativa para los titulares de bonos, excepto posiblemente por el hecho de que pueden permitir unos cargos de depreciación indebidamente bajos y, por lo tanto, un pago de dividendos indebidamente liberales. Sin embargo, en la mayoría de estos casos, también se ha transferido una suma sustancial del capital al superávit, quedando así disponible para absorber futuras pérdidas de explotación y facilitar la reanudación de dividendos antes de que las pérdidas pasadas hayan sido subsanadas.

Por ejemplo, Remington Rand, Inc. cambió sus acciones ordinarias de no par a 1 dólar de valor nominal y, por lo tanto, junto a la cancelación de acciones hecha por la propia empresa, redujo el valor declarado del capital ordinario de 17.133.000 dólares a 1.291.000 dólares. Aplicó 7.800.000 dólares de esta reducción a amortizar sus activos intangibles, 2.300.000 dólares adicionales a rebajar la cuenta de su planta, y 400.000 dólares a amortizaciones varias y reservas. Eso dejaba unos 5.350.000 dólares que, de hecho, pasaron de capital a superávit. De la misma manera, el valor nominal de Lexington Utilities \$6 Preferred Stock se redujo en 1935 de 100 dólares a 25 dólares por acción, sin cambios en dividendos ni ningún otro derecho significativo y con el único fin de eliminar un déficit de capital y de permitir la reanudación de dividendos preferentes. Esta acción destruyó unos tres cuartos del margen por encima de la deuda financiera que los titulares de bonos tenían derecho a mantener antes de que se pudieran pagar los dividendos. En años posteriores, se desembolsaron grandes cantidades en dividendos preferentes que de lo contrario se habrían retenido o se habrían invertido para hacer buena la «reserva» de los titulares de bonos.

Reducciones similares fueron llevadas a cabo por New York Shipbuilding Corporation, Serval, Inc., Warner Brothers Pictures, be., H. F. Wilcox Oil and Gas Company, y Thermoid Company. La National Acme Company redujo el valor nominal de su capital accionarial un par de veces, de 50 a 10 dólares en 1924, y de 10 a 1 dólares en 1933. El resultado

fue una reducción de su capital declarado de 25.000.000 dólares a 500.000. En el caso de la Capital Administration Company, no solo se redujo el valor de las acciones ordinarias, sino que a las acciones preferentes acumulativas de 3 dólares también se les dio el valor nominal ficticiamente bajo de 10 dólares.

Algunas emisiones protegidas contra este peligro. Por suerte para los titulares de bonos, en algunos de estos casos, los contratos contienen provisiones que prohíben los dividendos u otros repartos a los accionistas salvo que haya un margen adecuado de recursos por encima del endeudamiento. En el caso de Remington Rand Debenture 5 1/2s, se ofreció una protección triple a través de los términos del contrato del fondo, a saber:

1. Los dividendos en efectivo solo se podían pagar a partir del superávit ganado.
2. Los dividendos en efectivo solo se podían pagar si los activos netos tangibles una vez deducido el dividendo en cuestión equivalían al menos al 175% de la deuda financiera.
3. No se podía retirar ninguna acción, a partir de 3.500.000 dólares, excepto si era de capital adicional pagado o de superávit ganado.

La última provisión se orientaba hacia la reducción de capital júnior mediante la compra en acciones preferentes u ordinarias. Sería más satisfactoria si prohibiera la adquisición (más que la retirada) de las propias acciones de la empresa.

Las provisiones de protección de estos distintos tipos aparecen en muchos contratos, pero desde luego no en todos. (Están ausentes, por ejemplo, en el caso de los bonos de Lexington Utilities, de New York Shipbuilding y de Servel, por nombrar a tres de las empresas que redujeron su capital declarado a través del voto de los accionistas.) De lo dicho anteriormente debería quedar claro que estos pactos son básicos para la correcta salvaguarda de una emisión de bonos.

Las agencias emisoras concienciadas y los inversores inteligentes deberían insistir en su inclusión en todos los contratos.²²⁰

²²⁰ Desde la redacción de este texto en 1934, la inclusión de tales medidas protectoras en los nuevos contratos de bonos se ha convertido en una práctica habitual. No solo hay una prohibición contra la reducción de capital declarado, sino que también hay una tendencia a congelar los superávits tal como están en el momento de la emisión del bono, aunque a menudo con cierta flexibilidad. *Ejemplos:* Los contratos Youngstown Sheet and Tube First 4% and Debenture limitan los repartos de efectivo a los accionistas a ganancias desde el 31 de diciembre de 1935, más 5.000.000 de dólares. En el caso de Koppers Company First and Collateral 4s, con vencimiento en 1951, los repartos se limitan a beneficios desde el 1 de enero de 1936, más productos de venta de acción adicional.

Posición anómala de las acciones preferentes en este caso. La posición de las acciones preferentes en este asunto es algo peculiar. Sus titulares tienen los mismos intereses que los titulares de bonos en el mantenimiento de una cantidad adecuada de capital júnior, pero las pérdidas que provocan un déficit de balance impedirán legalmente el pago no solo de dividendos ordinarios, sino también de dividendos preferentes. Por ello, los accionistas preferentes podrían inquietarse ante una reducción del valor declarado de las acciones ordinarias, que eliminaría el déficit de beneficio y pérdida y permitiría reanudar los dividendos de sus propias acciones. En tales casos, su interés por mantener una cantidad adecuada de capital júnior queda compensado por su deseo aún mayor de hacer posibles los dividendos. (Al cierre de 1921, por ejemplo, las pérdidas asumidas por Montgomery Ward habían creado un déficit de beneficio y pérdida de 7.700.000 dólares que había forzado la suspensión de dividendos preferentes. En consecuencia, los titulares de esta emisión se alegraron ante la reducción del valor declarado de las acciones ordinarias de 28.300.000 dólares a 11.400.000 dólares que eliminaba el déficit de balance y, por lo tanto, permitía reanudar el reparto de dividendos y la liquidación de las acumulaciones.)

Esta situación ha sido explotada por los accionistas ordinarios para forzar grandes concesiones de los accionistas preferentes en relación con un déficit de beneficio y pérdida. Un ejemplo destacado es el plan de reorganización de Central Leather, que dio como resultado la formación de una empresa sucesora, United States Leather. Como precio por su voto a favor de la reducción de capital declarado, los accionistas ordinarios forzaron a los accionistas preferentes a renunciar a sus dividendos y a reducir su derecho acumulativo a los dividendos futuros.²²¹

Las acciones preferentes necesitan tanto unas provisiones específicas de protección como el derecho al voto para su protección. Estas consideraciones confirman nuestras críticas anteriormente expresadas a la forma de acción preferente como medio de inversión. No es especialmente difícil proteger estas emisiones de la retirada de capital júnior.^{222 223} Pero

²²¹ La recapitalización de 1937 de la International Paper and Power Company, a la que hacemos referencia en la nota 2 de este capítulo, conllevó un sacrificio similar por parte de los accionistas preferentes. Fue aprobada por la SEC con reparos considerables y fue tachada por el comisionado de ejemplo deplorable en su vehemente y larga discrepancia con la orden de la comisión de 30 de enero de 1939, por la que aprobaba la emisión de la North American Company 6% Preferred Stock.

En su discrepancia hace la interesante propuesta de que los accionistas preferentes pueden escapar del dilema que hemos comentado si el valor declarado del ordinario se reduce a una cifra baja y un amplio superávit de capital así creado, contra el cual se podrían cargar las pérdidas que de lo contrario resultarían en un perjuicio del capital. Junto a esta maniobra está la sugerencia que, cuando se ha dado una reducción sustancial en este superávit de capital especial, el control mediante el voto debe pasar a manos de las

gestionar satisfactoriamente, desde el punto de vista de los accionistas preferentes, las condiciones que provocan un déficit de beneficio y pérdida es un asunto delicado. Requiere, por encima de todo, un absoluto control de las políticas corporativas por parte de los directores que representan la acción preferente. Esto sirve para enfatizar la importancia de la capacidad adecuada de voto para los accionistas preferentes en el caso de impago de dividendos.

acciones preferentes.

²²³Por ejemplo, las cláusulas de General American Investors Company, Inc., prohíben todo dividendo u otra distribución de capital que reduzca el activo neto por debajo de 150 dólares por participación de acción preferente. El contrato de Interstate Department Stores, Inc. requiere el consentimiento de los titulares de dos tercios de las acciones preferentes para cualquier distribución a los titulares de acciones ordinarias de capital o superávit resultado de cualquier reducción de capital estatutaria.

Capítulo 21

Supervisión de participaciones de inversión

Concepto tradicional de «inversión permanente». Una generación anterior, «inversión permanente» era uno de los términos típicos de las finanzas. Se aplicaba a la compra hecha por un inversor conservador y se podía considerar que englobaba tres ideas básicas: (1) la intención de mantenerla por un período de tiempo indefinido; (2) el interés únicamente en los ingresos anuales, sin referencia a las fluctuaciones del valor del capital, y (3) estar libre de preocupaciones respecto de los futuros sucesos que puedan afectar a la empresa. Una inversión sólida era, por definición, una que se pudiera adquirir, dejar de lado y olvidar excepto en los días de reparto de dividendos.

Esta visión tradicional de las inversiones de alta calificación fue puesta seriamente en duda por primera vez con las negativas experiencias de la crisis de 1920- 1922. Se produjeron graves pérdidas en productos financieros que sus dueños habían considerado seguros sin necesidad de más análisis. Los siete años siguientes, aunque se vivió una prosperidad general, afectaron a distintos grupos de emisiones de inversión de una forma tan distinta que el viejo concepto de seguridad total —con el que se identificaba el término «valores de primer orden» o de bajo riesgo— sufrió un perjuicio creciente. De modo que, incluso antes de la caída bursátil de 1929, el peligro derivado de las inversiones hechas previamente, y la necesidad de escrutinio periódico o supervisión de todas las participaciones, habían sido reconocidos como un nuevo canon de Wall Street. Este principio directamente opuesto a la antigua práctica se resume a menudo con la máxima: «las inversiones permanentes no existen».

Necesidad y problemática de la revisión periódica de participaciones. Sin duda este nuevo punto de vista está justificado por las realidades de las inversiones de renta fija, pero también hay que reconocer que esta misma necesidad de supervisión de todas las participaciones en productos financieros implica una crítica seria del concepto global de inversión de renta fija. Si el riesgo de pérdidas solo puede minimizarse mediante el ejercicio constante de la supervisión, además del costoso proceso inicial de selección, ¿no conlleva tal inversión

más esfuerzo de lo que vale? Supongamos que el inversor medio, siguiendo los criterios prudentes de selección aquí recomendados, obtenga un rendimiento medio del 3,5% de una lista diversificada de productos financieros corporativos. Este rendimiento del 3,5% parece notablemente superior que el 2,5% que se puede obtener de los bonos del tesoro a largo plazo del gobierno de Estados Unidos, y también más atractivo que el 2 o 2,5% que a menudo ofrecen los bancos. Sin embargo, si tenemos en cuenta no solo el esfuerzo requerido para hacer una selección correcta sino también el esfuerzo que suponen las posteriores revisiones periódicas y si, además, le añadimos el inevitable riesgo de la depreciación o la pérdida definitiva, hay que admitir que se puede argumentar de manera bastante plausible contra la viabilidad de las inversiones de renta fija en general. La antigua idea de participaciones permanentes y sin problemas estaba basada en la sensación, no del todo ilógica, que si una inversión de rendimiento limitado no podía considerarse carente de problemas, no valía la pena.

Superioridad de los bonos de ahorro de Estados Unidos. Si lo analizamos de manera objetiva, la experiencia inversora de la década pasada se aparta sin duda del ámbito de los productos financieros de renta fija y apunta en dirección a (1) los bonos del tesoro del gobierno de Estados Unidos o las cuentas de ahorro; o (2) a operaciones claramente especulativas, con un intento de reducir el riesgo e incrementar los beneficios a través de un esfuerzo calculado, o (3) a la búsqueda de una combinación excepcional de seguridad del capital con la posibilidad de ganar unos beneficios sustanciales. Para la gente con medios limitados, los bonos del Tesoro de Estados Unidos suponen sin duda el medio más adecuado de hacer una inversión de renta fija. De hecho, nos sentimos inclinados a afirmar categóricamente —en base a los rendimientos obtenidos por intereses en 1940— su superioridad con respecto a otras emisiones de inversión (excepto algunos casos oscuros) sin inyectar un elemento de riesgo de capital que comprometa la solidez del compromiso. Además, la amortización del titular justo antes de su vencimiento es un rasgo muy valioso de estos bonos. Si los pequeños inversores, como categoría, se comprometieran a rechazar decididamente los distintos tipos de «planes de ahorro» con sus polifacéticos nombres —que ahora se les ofrecen con un ostensible «rendimiento seguro» de entre el 4 y el 6%—, y aprovecharan el 2,90% disponible en forma de bonos del Tesoro de Estados Unidos, estamos convencidos de que se ahorrarían una enorme cantidad de dinero, de problemas y de disgustos.

No obstante, incluso si los problemas habituales de la mayoría de inversores pudieran solucionarse de manera sencilla, muchos de ellos estañan dispuestos a valorar otros tipos de inversiones de renta fija. Estos

incluyen: (1) inversores institucionales de todo tipo, como bancos de ahorro y comerciales, compañías de seguros, agencias culturales y filantrópicas; (2) otros grandes inversores, como corporaciones y gente rica; (3) inversores con ingresos moderados procedente únicamente de inversiones, puesto que el rendimiento máximo anual que finalmente se puede obtener de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se limita a 2.500 dólares anuales.¹ También es cierto que muchos pequeños inversores preferirán, por uno u otro motivo, depositar parte de sus fondos en otros tipos de inversiones de valor fijo.

La segunda alternativa, es decir, especular en lugar de invertir, es claramente demasiado arriesgada para una persona que está construyendo su capital a partir de ahorros o beneficios de un negocio. Las desventajas de la ignorancia, de la avaricia, de la presión, de los costes comerciales, de jugársela por culpa de listillos y manipuladores,^{224 225} harán perder el equilibrio de la pura superioridad teórica de la especulación, en el sentido que ofrece posibilidades de beneficios a cambio de asumir riesgos. Es cierto que hemos argumentado repetidamente contra la aceptación de un riesgo admitido de capital sin la presencia de una oportunidad compensatoria de generar beneficios. Sin embargo, al hacerlo, no hemos defendido la especulación en lugar de la inversión, sino solo la especulación inteligente como preferible a otras formas de inversión poco sólidas y mal asesoradas. Estamos convencidos de que el público, en general, obtendrá resultados mucho mejores de las inversiones de valor fijo, si las selecciona con cuidado que de las operaciones especulativas, aunque estas puedan estar apoyadas por una formación considerable en materia financiera. Es perfectamente posible que los resultados de una inversión acaben decepcionando, pero, en este caso, los resultados de la especulación habrían sido desastrosos.

La tercera alternativa —buscar el mérito de la inversión combinado con una oportunidad de ganar beneficios— constituye un terreno adecuado para los talentos del analista financiero, pero es un objetivo peligroso de sostener para el inversor sin formación. Este puede convencerse rápidamente de que hay seguridad cuando solo hay promesas o, al contrario, de que un resultado estadísticamente atractivo es suficiente para animar una compra.

Así, habiendo considerado las tres políticas alternativas abiertas a

²²⁴ Esto se basa en el máximo de 7.500 \$ permitidos cada año por persona. Después del décimo año de inversión continuada, unos ingresos anuales de 2.500 \$ se acumularía vía el vencimiento de una unidad de 10.000 \$ cada año y su sustitución por una nueva suscripción de 7.500 dólares.

²²⁵ Este factor se ha reducido mucho con la entrada en vigor de la Securities Exchange Act de 1934.

aquellos que disponen de fondos de capital, vemos que las inversiones de renta fija en el campo tradicional de los bonos de alta calificación y las acciones preferentes siguen siendo una actividad necesaria y deseable para muchos individuos y corporaciones. Está bastante claro que es preciso hacer una revisión periódica de las participaciones en inversiones para reducir el riesgo de pérdidas. ¿Qué principios y métodos prácticos se pueden seguir para hacer esta supervisión?

Principios y problemas de la supervisión sistemática. *Switching*. De manera general, se entiende que el inversor tiene que examinar sus participaciones a intervalos para ver si todas ellas pueden seguir considerándose totalmente seguras, y si la solidez de alguna emisión se ha vuelto dudosa debe sustituirla por otra mejor. Al hacer tal cambio, el inversor ha de estar dispuesto a aceptar una pérdida moderada por la participación que vende, una pérdida que debe cargar contra los ingresos en general de su inversión.

En los primeros años de supervisión sistemática de la inversión, esta política funcionó a la perfección. Las inversiones veteranas de alta calificación tendían a mantenerse a sus niveles de precio establecidos y a menudo dejaban de reflejar un deterioro progresivo de su posición intrínseca hasta que esta fuera detectable, por análisis, al cabo de algún tiempo después del perjuicio. De modo que para el inversor que estaba alerta era posible vender estas participaciones a alguna víctima despistada que se sintiera atraída por la reputación de la emisión y el ligero descuento por el cual podía obtenerla en comparación con otras emisiones de su categoría. El carácter impersonal del mercado financiero libera este procedimiento de cualquier estigma ético, y lo considera meramente como una prima adecuada por la astucia y una penalización por la falta de atención.

Aumento de la sensibilidad en los precios de productos. Sin embargo, en años más recientes, las emisiones de inversiones han perdido lo que podríamos llamar su «inercia de precios», y sus cotizaciones han acabado reflejando rápidamente cualquier hecho materialmente adverso. Este hecho crea una grave dificultad en el camino del cambio o *switching* efectivo para mantener la calidad inversora. Para cuando se ha puesto de manifiesto cualquier perjuicio real en un producto financiero, la emisión podría haber caído de precio, no solo a un nivel especulativo sino a un nivel todavía más bajo de lo que el declive en beneficios parecería justificar.²²⁶ (Un motivo por este declive de precio excesivo es que una

⁵ Muchos bonos de ferrocarril han demostrado ser una excepción a esta declaración desde 1933. Adviértanse, por ejemplo, los Baltimore and Ohio Railroad First 4s, con vencimiento en 1948, vendidos a 10972 en 1936, aunque el margen sobre los cargos de intereses totales llevaban tiempo siendo demasiado bajos. En 1938 los mismos bonos se

tendencia aparentemente desfavorable ha acabado influenciando los precios de manera todavía más grave que las cifras absolutas de beneficios.) La reticencia natural de los titulares a aceptar una pérdida cuantiosa se ve reforzada por la creencia razonable de que estarían vendiendo la emisión a un precio inadecuadamente bajo, y es probable que se vieran así impulsados inevitablemente a asumir una posición especulativa respecto de este producto financiero.

Márgenes de seguridad excepcionales como seguro contra la duda.

El único medio efectivo de enfrentarse a esta dificultad está en seguir los consejos de perfección al hacer la inversión original. El grado de seguridad de que disfruta la emisión, indicado por las medidas cuantitativas, ha de estar tan por encima de los requisitos mínimos como para permitir una fuerte reducción antes de que su posición tenga que ponerse en duda. Tal normativa debería limitar a una cifra muy pequeña la proporción de participaciones sobre las que el inversor tendrá posteriormente dudas.

También le permitirá hacer sus cambios cuando el resultado de la emisión siga siendo comparativamente fuerte y, por lo tanto, mientras haya más probabilidades de que el precio de mercado se mantenga.

Ejemplo y conclusión. Como ejemplo concreto, supongámos que el inversor compra una emisión como la Liggett and Myers Tobacco Company Debenture 5s, con vencimiento en 1951, que ganó un promedio de unas veinte veces sus intereses en 1934-1938, comparado con el requisito mínimo de tres veces. Si una caída de los beneficios redujera la cobertura a cuatro veces, tal vez preferiría cambiar a otra emisión (si se puede encontrar) que esté ganando intereses entre ocho y diez veces. Sobre esta suposición tendría ciertas posibilidades de obtener un precio total por la emisión de Liggett and Myers, puesto que todavía estaría dando un resultado impresionante. Sin embargo, si la influencia de la tendencia de los beneficios a la baja ha reducido la cotización a un descuento mayor, entonces podría decidir conservar la emisión en vez de aceptar una pérdida apreciable. Al hacerlo, tendría la gran ventaja de poder sentir que la seguridad de la inversión todavía no corre un peligro real.

Esa política de exigir unos márgenes de seguridad muy altos sería, obviamente, muy beneficiosa en caso de llegar un período de fuerte crisis y de inestabilidad bursátil. Sin embargo, no es viable recomendarla como práctica estándar para todos los inversores, porque la oferta de estas emisiones tan bien respaldadas es demasiado limitada y porque, además, contradice la naturaleza humana de que los inversores se armen de

precauciones extremas cuando las condiciones del mercado llaman al optimismo.²²⁷

Política en época de crisis. Suponiendo que el inversor haya aplicado unas precauciones razonables al elegir sus participaciones de renta fija, ¿qué resultados obtendrá y qué política debe adoptar durante un período de crisis? Si la crisis es moderada, sus inversiones deberían verse afectadas solo levemente respecto del mercado, y todavía menos en su posición intrínseca. Si las condiciones se aproximan a las de 1930-1933, no podrá escapar a una fuerte reducción de las cotizaciones y a una considerable incertidumbre respecto de la seguridad de sus participaciones. Pero cualquier política razonada de inversiones de renta fija requiere la suposición de que las alteraciones de la magnitud de 1930-1933 no tienen una naturaleza recurrente y no tenemos por qué protegernos contra ellas de manera específica. Si aceptamos en cambio las experiencias de 1921-1922 y 1937-1938 como ejemplos de una «grave crisis recurrente», una lista de inversiones seleccionadas cuidadosamente debe dar un resultado razonablemente bueno durante el mencionado período. El inversor no debe correr a vender sus participaciones que en el pasado tuvieron un historia] fuerte porque haya un declive momentáneo en las ganancias. Sin embargo, tendrá tendencia a vigilar más de lo habitual la mejora de la calidad de sus productos financieros, y en muchos casos obtendrá ciertos beneficios a través de algunos cambios cuidadosamente estudiados.

La experiencia de la recesión de 1937-1938 ofrece una fuerte corroboración del análisis anterior. Prácticamente todos los productos sénior que se ajustaban a nuestros restrictivos requisitos a finales de 1936 superaron el posterior bache sin graves perjuicios bursátiles. Sin embargo, los bonos que se habían vendido a un nivel alto a pesar de una cobertura de beneficios general inadecuada —en concreto un buen número de emisiones de ferrocarril— sufrieron una enorme caída de valor. (Véase nuestra explicación en el cap. 7 y también las notas 11 y 13 del Apéndice.)

Fuentes de asesoramiento y supervisión inversora. La supervisión de productos financieros conlleva la cuestión de quién debe hacerla, además de cómo hacerla. Los inversores pueden elegir entre varios agentes, los más importantes de los cuales son:

1. El propio inversor.
2. Su banco comercial.

²²⁷ Sin embargo, debemos advertir al lector que no suponga que una gran cobertura de los cargos de intereses es, por sí misma, una garantía completa de seguridad. Una pérdida de explotación elimina el margen de seguridad, por muy alto que haya sido. Así, la estabilidad inherente es un requisito esencial, como subrayamos en nuestro ejemplo de Studebaker del cap. 2.

3. Un banco de inversiones o garante.
4. Una firma de la NYSE.
5. El departamento de asesoría de una compañía fiduciaria grande.
6. Un servicio independiente de asesoría o supervisión de inversiones.

Los dos últimos agentes cobran por su servicio, mientras que los tres grupos anteriores proporcionan la asesoría y la información de manera gratuita.²²⁸

Asesoría de los banqueros comerciales. El inversor no debe ser su propio asesor a menos que tenga la formación y la experiencia suficientes para asesorar profesional mente a otros. En la mayoría de los casos, al menos debería complementar su propio criterio contrastándolo con el de otros. La práctica de consultar al propio banco sobre inversiones está bastante generalizada, y es innegablemente positiva, sobre todo para el pequeño inversor. De seguirse de manera continuada, proporcionaría una protección casi completa contra las presiones hipnóticas de los vendedores de acciones y sus inútiles emisiones «blue sky»²²⁹. Sin embargo, no está tan claro si el banquero comercial es el asesor más adecuado para un inversor de posibles. Si bien su criterio suele ser sólido, es probable que su conocimiento de los productos financieros sea algo superficial y no se puede esperar que dedique el tiempo necesario a hacer un análisis exhaustivo de las participaciones y problemas de sus clientes.

Asesoría de bancos de inversión. Hay objeciones de otro tipo respecto de los servicios de asesoría de un banco de inversiones. Una institución que tiene sus propios productos financieros para vender no puede suponerse que ofrezca una asesoría totalmente imparcial. Por muy éticos que sean sus objetivos, la fuerza impulsora de sus propios intereses seguramente afectará a sus criterios. Eso es especialmente cierto cuando los consejos los dispensa un vendedor de bonos cuyo sueldo depende de convencer a sus clientes para que compren los productos financieros que su empresa tiene «en el mostrador». Es cierto que hay casas fiduciarias prestigiosas que se consideran en cierto modo vinculadas, por una responsabilidad fiduciaria, a sus clientes. El empeño en darles consejos válidos y de venderles productos adecuados surge no solo de los dictados de la buena práctica comercial, sino de manera más imperativa de las

²²⁸ Un número creciente de firmas de la Bolsa proporcionan ahora asesoría financiera a cambio de una tarifa.

²²⁹ Bajo la supervisión de la SEC, las emisiones «blue sky» de la vieja escuela han desaparecido casi del todo del comercio interestatal, y su lugar lo han ocupado empresas pequeñas pero presumiblemente legítimas que se venden al público a precios excesivos. Hay numerosos tipos distintos de fraudes que se siguen cometiendo, como puede verse en el informe de 1938 del Better Business Bureau of New York City.

obligaciones de un código ético profesional.

Sin embargo, la venta de productos financieros no es solo una profesión, sino un negocio, y hay que llevarlo como tal. Pese a que en la transacción típica favorece al vendedor dar al comprador todo el valor y la satisfacción, pueden surgir condiciones por las que sus intereses entren en grave conflicto. De modo que, resulta inviable, y de alguna manera injusto, exigir que los bancos de inversiones actúen como asesores imparciales con los compradores de productos financieros; y, en términos generales, es absurdo que el inversor se fíe principalmente de los consejos del vendedor de estos productos.

Asesoría de las famas del NYSE. Los departamentos de inversiones de las grandes firmas de la Bolsa presentan una imagen algo distinta. Aunque también tienen un interés pecuniario en las transacciones de sus clientes, es mucho más probable que sus consejos sean rigurosos e imparciales. Las firmas de Bolsa no suelen tener productos a la venta. Si bien a veces participan en operaciones de venta, que les suponen primas mayores que la típica comisión bursátil, su interés por impulsar tales emisiones individuales es menor que el de las agencias fiduciarias que, de hecho, las poseen. En el fondo, el negocio de la inversión o el departamento de bonos de las firmas de la Bolsa es quizá más importante para ellos como marca de respetabilidad que por los rendimientos que les proporciona. De los ataques que se han hecho contra ellas tratándolas de agencias especulativas se podría defenderlas en parte señalando los servicios tan necesarios que prestan a los inversores conservadores. Por lo tanto, el inversor que consulte una gran firma de Bolsa acerca de una pequeña compra de bonos es probable que reciba un tiempo y una atención desproporcionados por la comisión que deberá pagar. Al final, esta práctica tenderá a ser beneficiosa, como propuesta fría de negocio, porque cierta proporción de los clientes de bonos se convierte luego en accionistas activos. A favor de estas agencias de Bolsa hay que decir que no hacen ningún esfuerzo por convencer a sus clientes de bonos de que especulen con acciones, aunque el ambiente de oficina bursátil tal vez ejerza una influencia seductora.

Asesoría de un consejo de inversiones. A pesar de que la idea de ofrecer asesoría inversora a cambio de una tarifa no es nueva, hasta hace poco no se ha desarrollado como una actividad financiera importante. El trabajo lo desempeñan ahora los departamentos especializados de grandes compañías fiduciarias, una división de los servicios estadísticos, y formas privadas que se autodenominan asesores financieros y de inversiones. La ventaja de tales agencias es que pueden ser totalmente imparciales, puesto que no tienen intereses en la venta de ningún producto ni comisiones en las transacciones de sus clientes. La mayor desventaja es el coste del servicio,

que de promedio es de un 0,5% anual del capital involucrado. Aplicado estrictamente a los fondos invertidos, este cargo equivaldría a más o menos $V^?$ o V_s de los ingresos anuales, lo cual puede resultar considerable.

Para que sus tarifas no parezcan tan elevadas, algunos de los asesores financieros privados se comprometen a predecir la tendencia general del mercado de bonos y a aconsejar a sus clientes respecto a cuando tienen que vender o comprar. Si se comercia con bonos, es difícil que un inversor pueda acertar en detectar los cambios del mercado. Si la tendencia del mercado de bonos se puede predecir, también debería poder hacerse con la de la Bolsa, y eso daría indudables ventajas técnicas a las acciones sobre los bonos. Por eso, vemos con escepticismo la capacidad de cualquier agencia de pago de ofrecer predicciones fiables del comportamiento del mercado, ya sea de bonos o de acciones. Además, estamos convencidos de que cualquier esfuerzo combinado por aconsejar sobre la selección de inversiones individuales de alta calificación y sobre el curso de los precios de bonos es fundamentalmente poco razonable y engañoso. Por mucho que al inversor le guste poder comprar justo en el momento oportuno y vender justo antes de que los precios empiecen a caer, la experiencia demuestra que no es probable que acierte en sus intentos y que, al inyectar el elemento comercial a sus operaciones inversoras, desviará la rentabilidad de su capital e inevitablemente llevará sus intereses hacia direcciones especulativas.

No está claro aún si la asesoría por una tarifa puede funcionar satisfactoriamente en el ámbito de las inversiones estándar de alta calificación, debido a su rentabilidad relativamente moderada. En el terreno puramente especulativo, la objeción a pagar a cambio de la asesoría es que si el asesor supiera de lo que habla no tendría que molestarse con hacer el trabajo de asesor. Puede ser que la profesión de asesor financiero encuentre su terreno más abonado en la zona intermedia, en la que el asesor trata con problemas derivados de inversiones infravaloradas, y en la que proponga intercambios ventajosos y recomiende emisiones ganga que se vendan muy por debajo de su valor intrínseco.

Tercera parte

**Productos financieros preferentes
de carácter especulativo**

Introducción a la tercera parte,

por J. Ezra Merkin.²³⁰

Sangre y juicio

Si los nombres de Graham y Dodd son un fetiche para los inversores en valores, constituyen prácticamente un sacramento para aquellos que centran su atención en las compañías en quiebra. Al fin y al cabo, la inversión en empresas en bancarrota o que pasan por dificultades financieras es, quizá, la forma más pura de invertir en valor, el lugar natural para aquellos que se toman en serio a Graham y Dodd. En efecto, la inversión en entidades en apuros es una forma de invertir en valor con un descuento sustancioso. El que fuera astronauta y ex director ejecutivo de una aerolínea, Frank Borman, opinaba que «el capitalismo sin la bancarrota es como el cristianismo sin el infierno». La quiebra no solo es una característica inherente al contexto del riesgo, sino que además el término *distressed investing*, o inversión en empresas con problemas financieros, en última instancia, puede resultar reiterativo para un verdadero discípulo de Graham y Dodd. Debido a que el observador medio no concibe los valores en empresas en bancarrota o a punto de quebrar como un refugio seguro típico, debemos profundizar algo más en la noción de «inversión» de estos autores y cómo coincide con las características de la inversión en empresas con dificultades. En este sentido, es evidente que la inversión en entidades en apuros es una disciplina clásica de Graham y Dodd.

Hoy en día es fácil acceder a la Red y comprar cien acciones de Microsoft o Apple, y diríamos que quienes lo hacen están invirtiendo en estas compañías. Graham y Dodd hubieran puesto reparos. Ellos conciben la *inversión* como «un término global conveniente, tal vez con algún matiz eufemístico, es decir, el deseo de dotar de cierta respetabilidad a las transacciones financieras de diversos tipos» (capítulo 4). Para los autores, la inversión debe contraponerse a la especulación, y sostiene al respecto:

²³⁰ Estoy profundamente agradecido por la asistencia de Jerome Balsam, asesor jurídico del Gabriel Capital Group en la preparación de esta introducción.

«Es esencial para cualquiera que se embarque en operaciones financieras saber si está invirtiendo o especulando y, si se trata de esto último, asegurarse de que su especulación está justificada» (capítulo 4).

Así pues, los autores advierten de que «los bonos se han de adquirir sobre una base de crisis», ya que una inversión no puede ser sólida a no ser que pueda soportar una adversidad real (capítulo 7) ; Pensemos en ello en momentos de *depresión*! Además, a la vez que Graham y Dodd proporcionan al lector 727 páginas (en la edición original) de análisis, ejemplos, tablas y consejos, alertan que la «especulación en acciones —o sea, probablemente la mayoría de las compras y ventas de títulos que realizan los estadounidenses hoy en día— no se ajusta a la temática de este libro» (Introducción a la segunda edición). Después de casi siete décadas de la segunda edición del libro de Graham y Dodd, y cuando ha transcurrido aún más tiempo desde la Gran Depresión de 1929, cuesta familiarizarse con el lenguaje —y mucho más con la disposición de ánimo permanente— de austeridad disciplinada en el inversor contemporáneo (¡y ni que decir la del especulador!). Muchos inversores repiten los mantras de la inversión en valor, aunque son pocos —incluso entre quienes admiran la sabiduría que infunden— los que los ponen en práctica de manera consistente. Es fácil formar parte de la multitud cuando el mercado está en auge, pero resulta más complejo identificar qué acciones valen realmente la pena.

La tentación de especular reaparece con frecuencia, cuando el espíritu animal de los inversores impulsa los mercados al alza, disparando las acciones a valoraciones por encima de cualquier fundamento justificable. No es fácil mantenerse al margen, mientras otros están ocupados en enriquecerse. En nuestra generación, quizás el mayor exponente de la especulación en aras de la especulación se produjo con el apogeo de las *puntocom*. Fue entonces cuando la prudencia y la cautela cedió el paso al entusiasmo, y propuestas que normalmente hubieran parecido ridículas se volvieron extrañamente plausibles. Es igual que cuando Big Julie, en el clásico musical de Broadway *Guys and Dolls*, desafiaba a Nathan Detroit a jugar una partida con dados que no tenían puntos, solo los que ella alegaba que podía ver.

A principios de 2000, prácticamente en el punto álgido del mercado, Arthur J. Samberg —responsable del prestigioso fondo de alto riesgo Pequot Capital Management y un inversor de primera en el sector tecnológico— comentó cuáles eran sus cuatro acciones favoritas en un debate junto con otros expertos inversores organizado por *Barron's*. (Eran los títulos de las empresas Critical Path, Double Click, Kana Communications y Message Media.) Graham y Dodd, que advirtieron que «el concepto sobre el atractivo de una acción ordinaria totalmente

independiente de su precio parecía de por sí absurdo» (p. 359), hubieran puesto el grito en el cielo cuando Samberg dijo:

No les daré cifras. No les daré precios. No les voy a contar cuáles van a prosperar o fracasar. Creo que todas ellas son empresas muy buenas, y si compran un paquete de estas acciones en los próximos tres o cuatro años, les irá muy bien (...) He oído constantemente esto de que se trata de una burbuja, pero es ridículo. Si simplemente utilizan las cifras para justificarlo, no van a comprarlas, lo que posiblemente es algo bueno para alguna gente. Pero no entenderán nunca los cambios que se están produciendo y los que están aún por venir.

¡Las protestas de estos autores se hubieran hecho oír! ¿«No les daré cifras»? Precisamente las cifras son la materia prima de la búsqueda del valor para Graham y Dodd. ¿«No les daré precios»? Si una acción es una ganga o no, se basa en su precio con respecto a su valor. Cualquier título, independientemente de sus características, puede ser barato o caro: todo depende de lo que uno tenga que pagar por él.²³¹

Los inversores en empresas con apuros financieros profesan inevitablemente su lealtad a Graham y Dodd. Se reconfortan con la posición ascética de ambos autores y creen en sus mantras. No sueñan en alcanzar valoraciones diez veces mayores que el precio original de las acciones pese a que, en raras ocasiones, pueda suceder. Lo mejor es encontrar activos de valor o empresas básicamente rentables que estén apalancadas con niveles de deuda que resulten insostenibles para sus flujos de caja.²³²

El margen de seguridad señalado por Graham y Dodd lleva a los inversores a analizar en profundidad el estado de la contabilidad y la proyección de ganancias de las empresas. Realizan la función analítica que estos autores defienden, aplican las mismas técnicas y estudian los mismos informes. Para ellos, el balance de las cuentas es lo más importante, mucho más que las ganancias, y se debe a cuestiones de necesidad, ya que la mayoría de entidades en quiebra ya no generan

²³¹ Masón Hawkins y Staley Cates de la familia de fondos Longleaf, que figuran entre los acólitos de Graham y Dodd con más éxito de nuestro tiempo, enfatizan lo que llaman la relación precio-valor en las acciones que compran. Ellos «hablan con frecuencia de que comprar compañías a un “60% de su valor intrínseco o menos” parece casi un canto religioso. Pero su método funciona».

Goldberg, Steven, *Want to Win at Fund Investing? Learn from Longleaf* \ Kiplinger.com, 22 de mayo de 2007.

²³² Esto sucede realmente en reorganizaciones, más que en liquidaciones, una distinción que trataré más adelante.

beneficios. Graham y Dodd dedican la Parte IV de su edición de 1940, cerca de setenta páginas (en la edición original), al análisis del estado financiero de las empresas. Por lo que respecta a la inversión en Bolsa, los autores defienden aquellas acciones que se venden por debajo de su valor activo o liquidativo actual. Predican lo siguiente: «Cuando una acción común se vende regularmente por debajo de su valor de liquidez, quiere decir que su precio es demasiado bajo o la compañía debería ser disuelta» (capítulo 43). Si uno compra un título por debajo del valor liquidativo, no debería salir perjudicado, pese a que existan incluso perspectivas inmediatas para la disolución de la empresa. Esto es cierto para los accionistas y mucho más para los acreedores, que preceden a los primeros en el orden de reclamaciones.

Tipos de quiebra

Me gustaría proponer una tipología de inversión en empresas en suspensión de pagos, acorde, en mi opinión, con el planteamiento de Graham y Dodd. Veremos que existen dos tipos de quiebras aunque, de hecho, puede decirse que son tres. En primer lugar, hay *liquidaciones*, que constituyen las prácticas más puras contempladas por Graham y Dodd, ya que el inversor compra una acción que permite refinanciar la deuda, que es prácticamente en efectivo. Se trata de una operación con la que se pretende obtener una rentabilidad de la inversión, puesto que el inversor presupone que el estado financiero de la empresa permitirá el reparto de efectivo más allá de las ganancias implícitas en los precios vigentes de las acciones. Y no solo eso, estas distribuciones de beneficios se producirán pronto con el fin de generar un tipo de rentabilidad que justifique el riesgo que conlleva la inversión. En segundo lugar, existen reestructuraciones de dos tipos: las que generan una combinación de efectivo y valores, y aquellas en que el objetivo del inversor es controlar la empresa reestructurada. En el segundo caso de quiebra, «el efectivo y valores» puede consistir en una variedad desconcertante de tipos de crédito: deuda preferente, deuda subordinada privilegiada, deuda intermedia, deuda subordinada menor, acciones preferentes y títulos ordinarios. Por lo que respecta al tercer tipo de quiebra, en la que el inversor pretende el control de la empresa, se considera el polo opuesto a la liquidación, puesto que lo que se pretende es obtener réditos para tomar el control de la empresa en lugar de obtener ganancias de la venta de sus partes. El primer y el tercer tipo de quiebra son conceptualmente más simples de reestructurar, a diferencia de las reorganizaciones de efectivo y de valores, que tiene un objetivo intermedio (lograr efectivo en un principio y esperar que el negocio sea rentable para seguir adelante), lo cual implica una mayor complejidad estructural.

En la mayoría de los casos de inversión en empresas con dificultades financieras, los períodos de retención de los activos son de un año o dos y pueden alargarse más, incluso mucho más si el inversor adquiere una participación mayoritaria en la compañía. El escritor Charles Dickens escribió una vez a un amigo y le dijo que el personaje que más le gustaba describir era el pícaro, «porque en un abrir y cerrar de ojos se transforma a sí mismo y por ello obtiene, de forma instantánea, una recompensa eterna». Sin embargo, no forma parte de la naturaleza de las inversiones en empresas atribuladas cumplir con sus objetivos en un abrir y cerrar de ojos, ni incluso al cabo de un trimestre o dos. El procedimiento es inevitablemente prolongado y los inversores no pueden esperar hasta el final del proceso para comprar, ya que el producto, a menudo, es ilíquido, es decir que no es convertible en efectivo a corto plazo, y aún más cuando el inversor desea acumular el suficiente capital de acciones para poder obtener el control de la empresa.

En efecto, el inversor en empresas en quiebra actúa como una incubadora, comprando renacuajos y vendiendo ranas. En las liquidaciones, las ranas son muy verdes: el inversor recibe dinero en efectivo y, a veces, una pequeña cantidad de la deuda primaria; y cuando se trata de reestructuraciones, el inversor puede recibir un surtido variado, que a mí me gusta llamar un «cajón de sastre», compuesto de efectivo, deuda preferencial, deuda subordinada menor y acciones nuevas de la empresa saneada. Por otro lado, en donde crecen las ranas más verdes —en una liquidación—, el inversor básicamente está generando efectivo con una prima, que ha sido ponderada según el tiempo y el riesgo. A medida que el inversor se desplaza del terreno de la liquidación a la reorganización y luego a la reestructuración de una compañía, se aleja del análisis del estado financiero clásico propugnado por Graham y Dodd y se dirige hacia procedimientos más especulativos.

Los inversores en compañías en apuros combinan el análisis financiero de la estructura del capital social con el análisis legal de los derechos y prerrogativas de los propietarios de todo tipo de bonos. Como señalan los autores de *Security Analysis*, los litigios pueden ser necesarios «para cortar el nudo gordiano» cuando «los acreedores (...) pertenecen a varios tipos distintos con intereses en conflicto» (capítulo 18). La combinación del análisis financiero y del legal es crucial. Tal y como señalan los inversores en empresas en apuros, su flexibilidad financiera se define y limita según los recursos legales disponibles en los convenios establecidos y en contratos más amplios, así como por la legislación de la bancarrota. Al mismo tiempo, sus derechos legales se ven limitados por lo que puede

alcanzarse financieramente.²³³ En otras palabras, estos inversores contrastan lo que es legalmente permisible con lo que es financieramente factible. Cuando encuentran lo que buscan, invierten.

Unos pocos ejemplos recientes (y no tan recientes) de la toma de poder de empresas atribuladas nos muestran una idea de lo que sucede en ese terreno. Estos casos también sugieren que, mientras los inversores individuales puede que hayan tenido éxito en la elección de las acciones, es mucho más difícil para ellos ser partícipes de la inversión en empresas con problemas. Prosperar en un proceso de quiebra supone, a menudo, disponer de tiempo y aplicar recursos que están por encima de sus capacidades.

Liquidaciones

Texaco: al borde de la quiebra

En las liquidaciones convencionales, se salda la deuda a los acreedores principales de la forma que mejor permitan los activos de la empresa. Muchas veces, los acreedores de deuda no garantizada son lo suficientemente afortunados y reciben una cantidad sustanciosa. En situaciones excepcionales, cuando a los acreedores de deuda no garantizada se les paga la deuda en su totalidad, no se liquidan los activos. El caso poco habitual de Texaco —fundada en 1901 como Texas Fuel Company y que se fusionó un siglo después con Chevron— ofrece unas lecciones prácticas sobre liquidaciones. La compañía petrolera no fue disuelta y, aunque se declaró en quiebra, nunca fue insolvente. Texaco es el ejemplo más significativo que muestra el uso del Código de la Bancarrota como válvula de escape para evadir obligaciones legales y contractuales.²³⁴

La inversión en empresas en apuros generalmente implica comprar instrumentos financieros de la deuda de dichas entidades, ya que en la mayoría de quiebras se liquidan los activos. Sin embargo, no siempre es así, por lo que los astutos inversores pueden enriquecerse con el patrimonio de una compañía atribulada, tal como demostró Cari Icahn en el caso de Texaco. Veamos qué es lo que llevó a la quiebra al gigante del petróleo.

²³³ Cuando Graham y Dodd escribieron *Security Analysis*, la Ley de Bancarrota de 1898, también conocida como la «Ley Nelson», era una legislación sobre la propiedad. Pese a que el procedimiento de quiebra ha cambiado desde entonces, con la adopción en 1978 del Código de la Bancarrota y otras enmiendas posteriores, como la más reciente Ley para la Prevención de Abusos y para la Protección del Consumidor de 2005, estos cambios legales no han menoscabado los principios generales expuestos por los autores.

⁴ «Bankruptcy as an Escape Hatch», *Time*, 5 de marzo de 1984.

⁵ Castro, Janice. «A Break in the Action», *Time*, 27 de abril de 1987.

En 1984, Texaco adquirió Getty Oil Company, pero fue demandada por Penzoil, que sostenía que Texaco había infringido un acuerdo previo que estipulaba la compra de solo una parte de Getty. Al año siguiente, un tribunal sentenció que Texaco había cometido un agravio, y el veredicto fue una indemnización a Penzoil de 10.300 millones de dólares. Para interpelar el fallo judicial, Texaco hubiera tenido que pagar una fianza de miles de millones de dólares en bonos garantizados, cosa que no podía hacer. Por consiguiente, para protegerse de sus acreedores, se acogió al Capítulo 11 del Código de la Bancarrota. No fue una quiebra real, sino más bien un caso sui generis de la aplicación de la legislación en casos de quiebra para eludir las obligaciones legales. Pese a que Texaco se hallaba legalmente en suspensión de pagos, nunca fue insolvente. Inmediatamente después de declararse en quiebra, las acciones de Texaco se desplomaron prácticamente desde 32 a 28,50 dólares antes de que pudieran recuperarse a 31,25 dólares. Como dijo, por aquel entonces, un analista del sector petrolero: «Aunque Texaco se declare en quiebra, la compañía no se arruinará».²³⁵ La revista *Time* resumió las ventajas para Texaco de esta quiebra tan poco convencional:

Con las ventajas que ofrece la liberación de la legislación de la bancarrota, que fue promulgada en 1978, en la que no se requiere que las corporaciones demuestren que son insolventes,⁶ el gigante petrolero es inmune, por el momento, a la debilitadora sentencia judicial más que a la fianza. Penzoil ya no puede solicitar el embargo —como se ha dicho que pretende hacer—, de hasta 8.000 millones de dólares en activos de Texaco. Con una reserva de 3.000 millones de dólares, la petrolera ya no tiene que pagar 630.000.000 de dólares en intereses anuales por los 7.000 millones de dólares contraídos en deuda empresarial normal. Tampoco se le requiere que pague dividendos sobre los 242.300.000 de acciones comunes en circulación, lo que, supone un ahorro estimado de casi 727.000.000 de dólares.²³⁶

Con el tiempo, Texaco pudo acordar y finiquitar su deuda con Penzoil con el pago masivo, pero al menos manejable, de 3.000 millones de dólares, y se salió de la quiebra.²³⁷ La mayor parte de la comunidad

⁶Texaco es un ejemplo de cómo el Código de la Bancarrota puede haberse utilizado como una válvula de escape. De modo crucial, en el caso judicial *NLRB versus Bildisco & Bildisco*. 465 US,513 (1984), el Tribunal Supremo de Estados Unidos sostuvo que la compañía podía ampararse en la sección 365(a) del Código, que permite al administrador de la quiebra admitir o rechazar contratos ejecutivos con el fin de eludir las condiciones de las negociaciones colectivas a las que la empresa se había comprometido.

²³⁶ Ibid.

²³⁷ Para una visión general sobre la quiebra de Texaco y pugna del litigio posterior de Icahn con la compañía, véase el artículo «With Icahn Agreement, Texaco Emerges from

inversora en empresas atribuladas centraron su atención en los valores principales de la petrolera, como acciones preferentes y bonos. Icahn, que poseía títulos de Texaco antes de la bancarrota, incrementó su inversión drásticamente después de que se acogiera al Capítulo 11 del Código de la Bancarrota, y después aumentó su participación hasta obtener un 16% de la compañía. Obviamente, pronosticaba que la reestructuración de Texaco no significaría una liquidación de los activos. Fue una buena predicción. Tras una batalla sin éxito con los directivos y hacer una oferta de compra de la compañía, Icahn consiguió negociar satisfactoriamente un dividendo especial de 8 dólares por título para los accionistas hasta un total de 1.900 millones de dólares. Texaco anunció una recompra de 500.000.000 de dólares en acciones. Por último, Icahn obtuvo 1.100 millones de dólares en ganancias, lo que representa una rentabilidad superior al 75%.²³⁸

La situación insólita de Texaco puede sintetizarse en una frase citada a menudo por Warren Buffett, discípulo de Graham y Dodd: «Una gran oportunidad para invertir se produce cuando un negocio próspero se encuentra de forma esporádica en un gran problema, que puede ser resuelto». La historia también sirve como ejemplo para ilustrar cómo han cambiado las percepciones desde los tiempos de Graham y Dodd. Este es el caso de una quiebra en la que no se liquidó el patrimonio y nadie esperaba que esto sucediera. Sin embargo, Graham y Dodd señalan que es conveniente que los obligacionistas no hicieran cumplir incondicionalmente sus derechos, porque la sindicatura de la quiebra (por no decir «bancarrota») temía que una sola palabra de Wall Street sobre la suspensión de pagos «suele significar una caída drástica del precio de todos los productos financieros de la empresa afectada, incluidos los bonos a favor de los cuales se ha instituido la suspensión» (capítulo 18). Una vez se se hubo declarado la quiebra, ya no estaban tan temerosos. Este cambio de percepción no implica, sin embargo, desacreditar a los autores. De hecho, ellos resultaron indispensables, debido al papel que desempeñaron en la educación del público inversor, para que se produjera esta transformación. Podríamos llamarlos el efecto Heisenberg de Graham y Dodd. En ese sentido, el enfoque cambió y se dirigió completamente hacia los métodos de Cari Icahn. El efecto puede que esté presente en los argumentos relativamente concisos de ambos autores sobre la inversión en empresas en apuros financieros. Su brevedad es fácilmente comprensible, no solo porque el campo de actividad se ha extendido desde que Graham y

Years of Trying Times», *Washington Post*, 5 de febrero de 1989, p.H2.

²³⁸ Amdt, Michael, «Texaco, Icahn Make a Deal», *Chicago Tribune*, 30 de enero de 1989, p.C3. Tal vez la mejor inversión en empresas con problemas financieros sirve para justificar lo que condujo a la compañía a la quiebra. La revista *Forbes* establece el activo de Joseph Jamail, el abogado de la parte demandante en el caso *Penzoil versus Texaco*, en 1.500 millones de dólares.

Dodd publicaron su libro, sino porque los temas que tratan en su obra pueden aplicarse esencialmente a esta práctica, razón por la que dedicar un capítulo a la inversión en empresas atribuladas como tales hubiera resultado prácticamente superfluo.

El «cajón de sastre» de las reorganizaciones

Según la terminología de Graham y Dood, nos alejamos de la inversión para adentrarnos en el mundo de la especulación cuando nuestro centro de interés se desplaza de las liquidaciones a las reorganizaciones, en donde tiene cabida el efectivo, además de un paquete de valores. Al final del proceso de reestructuración, el inversor puede poseer una diversidad de títulos y cada uno de ellos puede valorarse de forma diferente.

Adelphia Communications

Si tenemos en cuenta que las empresas emiten a menudo diversos tipos de deuda, los litigios en caso de quiebra comportan con frecuencia una batalla entre los diferentes acreedores. La quiebra de Adelphia Communications representa un ejemplo de la rivalidad entre acreedores y de cómo una previsión acertada del desenlace puede conducir a la obtención de beneficios extraordinarios.

En 1952, John Rigas, hijo de inmigrantes griegos, fundó Adelphia, una empresa que experimentó un gran crecimiento hasta convertirse en la mayor compañía de televisión por cable de Estados Unidos. A Rigas se le consideraba un precursor en su sector, por lo que fue nombrado miembro del Salón de la Fama de la Televisión por Cable en 2001. Se hizo multimillonario, adquirió el equipo de hockey Buffalo Sabres, y fue además un reconocido filántropo en Coudersport, en el estado de Pensilvania, en donde empezó a construir su imperio empresarial. Rigas no dirigía de forma disciplinada y ordenada su compañía, pese a su crecimiento. En un momento determinado, la deuda de Adelphia alcanzó once veces su capitalización de mercado, comparado con el ratio de 1,28 de Comcast y 0,45 de Cox Communications.^{239 240} La totalidad de su edificación se desmoronó cuando un analista de inversiones averiguó que la compañía era responsable de haber ofrecido préstamos extracontables por valor de 2.300 millones de dólares a miembros de la familia de Rigas, que utilizaron para la compra de acciones de Adelphia. Con el tiempo,

²³⁹ Estas cifras y otros detalles provienen del artículo de Devin Leonard, «The Adelphia Story», *Fortune*, 12 de agosto de 2002.

²⁴⁰ La información sobre la retribución de ciertas clases de reclamaciones está disponible en www.adelphiarestructuring.com.

Adelphia se acogió al Capítulo 11 del Código de la Bancarrota y, en agosto del 2007, Rigas ingresó en una prisión federal acusado de conspiración y fraude accionarial y bancario.

La quiebra de Adelphia provocó una serie enfrentamientos entre los acreedores a causa de los réditos, e incluso después de que se vendieran los activos de la compañía a Time Warner y Comcast —se trató de una reorganización, no de una liquidación— hubo considerables disputas entre los propietarios de bonos de la sociedad instrumental, Adelphia, y su gran subsidiaria, Century Communications. A la larga, los obligacionistas de Century acordaron un descenso de un 3% en la recuperación de su inversión a cambio de obtener el apoyo de varios grandes propietarios de bonos con el fin de emprender un plan de reestructuración empresarial. En buena medida, el proyecto de saneamiento permitía mantener la integridad estructural de los bonos de Century, mientras que Adelphia emergía de la quiebra. Finalmente, el plan se aprobó, pese a una cierta resistencia por parte de los obligacionistas de Adelphia. El aumento en aquel momento de las estimaciones en el sector de la televisión por cable, además de los excelentes resultados de los líderes del sector, Time Warner y Comcast, ayudaron a Adelphia a recabar los votos necesarios para la aprobación del proyecto. Aquellos que compraron bonos de Century cuando estaban a la baja y los mantuvieron durante el polémico y prolongado proceso legal obtuvieron unos beneficios por encima del 400 %. En general, los acreedores recibieron una combinación de efectivo y acciones comunes de clase A de Time Warner Cable, y el resarcimiento el 31 de agosto de 2007 oscilaba entre un 100% para ciertas contrataciones y un 99,8% para los pagarés de deuda subordinada privilegiada, un 94,7% para algunas obligaciones principales, un 83% para las notas de crédito preferenciales con descuento, un 70,7% para otros instrumentos financieros de la deuda prioritarios, así como una variedad de otros porcentajes cercanos al 0% por las acciones ordinarias, preferentes y convertibles de Adelphia.¹¹

Las tiendas Winn-Dixie

Cuando Winn-Dixie se declaró en quiebra en febrero de 2005, era la mayor cadena minorista en el sector alimentario de Estados Unidos, con una facturación de 9.900 millones de dólares. La empresa fue fundada por William Milton Davis en 1914, y cuando hizo suspensión de pagos, sus herederos todavía poseían un 35% de las acciones comunes. La expansión excesiva y la dura competencia, principalmente de establecimientos como Publix Super Markets y Wal-Mart forzaron a Winn-Dixie a acogerse al Capítulo 11 del Código de la Bancarrota. Existían dudas acerca de la posibilidad de remontarse de la compañía, con sede en Florida, aunque

también habían razones para el optimismo. Peter Lynch —que había sido presidente y director general de operaciones de la empresa de supermercados y farmacias Albertson's— fue nombrado director ejecutivo. A medida que Lynch afianzaba su liderazgo y las operaciones se estabilizaban, los proveedores comenzaron a apoyar, no sin cierto escepticismo, el plan de reestructuración. La compañía cerró y vendió un tercio de sus tiendas, reestructuró sus operaciones de distribución y redujo el personal.

Pese a ello, los proveedores eran reacios a ampliar el crédito a Winn-Dixie, por lo que la empresa no pudo beneficiarse del «anticipo» disponible para los establecimientos de comestibles que les permite renovar su inventario antes de pagar por ello. Algunos inversores concluyeron que la compañía probablemente recibiría crédito y capital de explotación, por lo que, una vez más, podría beneficiar del flujo en caja mientras salía de la quiebra. Por otro lado, observaban también con expectación la habilidad de la empresa, perteneciente al sector de supermercados, por operar con un capital circulante negativo y cobrar comisiones de servicio significativas por el espacio disponible.

Los contratos de alquiler de los locales de Winn-Dixie, además, eran a largo plazo y por debajo del precio del mercado. La estrategia del equipo directivo —que incluía arrendar espacio a la compañía Boston Markets en lugar de operar con sus propios mostradores de pollo asado—, tenía sentido para los inversores. De modo que aquellos que invertían en Winn-Dixie no estaban tan preocupados como la mayoría de Wall Street por que la compañía malgastara su efectivo. Durante el segundo trimestre de 2006, los bonos de Winn-Dixie se cotizaban a menos de 60 centavos de dólar, ya que la empresa estaba valorada por debajo de los 450.000.000 de dólares o aproximadamente un 5% de sus ingresos. Era una práctica poco común en aquel momento comprar una empresa con capital circulante neto o cuyo valor ajustado al precio del mercado estuviera por debajo del 10% de sus ventas. Graham y Dodd seguramente lo hubieran aprobado. Winn-Dixie se remontó en diciembre del 2006. Al final del segundo trimestre de 2007, al poco tiempo de salir de la quiebra, el valor de la empresa se triplicó a 1.400 millones de dólares.

Bradlees

Al final de un proceso de reorganización, los acreedores pueden encontrarse en una posición muy diferente en comparación con su punto de partida. Como señalan Graham y Dodd, el control de las acciones con derecho a voto en una corporación puede transferirse durante la quiebra a los tenedores de bonos, con lo que se convertirán en socios participativos

de la nueva entidad que disfruta de un nuevo comienzo estatutario (capítulo 8). De este modo, incluso cuando la mayoría de inversiones en compañías atribuladas se centra en la deuda más que en los activos, hay un componente importante relacionado con el patrimonio en el proceso de bancarrota. Los autores señalan que la deuda puede, por supuesto, ser cambiada por activos bajo los planes de reorganización voluntaria (capítulo 8).

Un ejemplo fue Bradlees, la empresa minorista que emergió de la quiebra a principios de 1999. Los tenedores de bonos recibieron efectivo, nuevos pagarés y acciones. Los títulos de la empresa se vieron afectados a causa de la disminución de la demanda de valores de empresas en apuros financieros a finales de 1998. En realidad, las acciones comunes de Bradlees se vendían a casi 138 dólares por título en comparación con Wal-Mart, la empresa mejor considerada, cuyos valores se cotizaban a 31 dólares. En el segundo trimestre de 1999, Wall Street se dio cuenta de la disparidad y Bradlees consiguió ser la empresa con mejor rendimiento del mercado extrabursátil en un período de tres meses. También se disparó el valor de los bonos nuevos. En el mes de julio de ese mismo año, el total del paquete de acciones de Bradlees posterior a la quiebra alcanzó un valor añadido de 1,55 dólares (ver la tabla siguiente), en comparación con los 62 centavos del mes de marzo. En agosto de 1999, las acciones de Bradlees, por sí solas, valían mucho más que los bonos antiguos. Como puede observarse en la tabla, las participaciones en este «cajón de sastre» puede que fueran volátiles, pero podían recompensar a los inversores pacientes.

El «cajón de sastre» de Bradlees

Fecha	6/30/98	12/31/98	2/5/99	3/15/99	3/31/99	5/6/99	5/21/99	5/26/99	6/3/99	6/23/99	6/30/99	7/8/99
Bonos antiguos	0,78	0,50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Efectivo	-	-	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Certificados	-	-	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Nuevos pagarés	-	-	0,22	0,22	0,22	0,22	0,26	0,26	0,26	0,27	0,27	0,27
Acciones	-	-	0,26	0,14	0,20	0,53	0,58	0,51	0,57	0,84	0,86	1,02
Total	0,78	0,50	0,74	0,62	0,68	1,01	1,10	1,03	1,09	1,37	1,39	1,55

La mayoría de los inversores no mantuvieron sus acciones durante mucho tiempo, pues sabían que Bradlees no era Wal-Mart, además no podían predecir hasta cuándo Wall Street reconocería las deficiencias de la

compañía. Como apuntaban los maestros, es muy difícil retener una acción con ganancias de más de un 200% «sin que suponga una peligrosa entrada en la “psicología del mercado al alza”» (capítulo 26). Dicho en otras palabras, sea un inversor, no un especulador. Con el tiempo, la competencia alcanzó a Bradlees, que se acogió otra vez a la legislación de la bancarrota en diciembre del 2000, y fue a partir de entonces cuando la compañía se disolvió.²⁴¹

La reorganización como una vía para obtener el control

Cuanto más peldaños descendemos desde la inversión clásica de Graham y Dodd hasta algo más próximo a la especulación, más nos fijamos en las reorganizaciones que lideran el control de la compañía. Warren Buffett siempre ha adquirido deuda por su rentabilidad más que por la creación de patrimonio y la obtención del control. En este sentido, Buffet parece poco dispuesto a terminar el trayecto y a convertirse en un inversor íntegro en empresas en quiebra. Otros, sin embargo, siguen avanzando para conseguir la titularidad y el control.

Guinness Peat Aviation

Para Graham y Dodd, los bonos de categoría inferior y las acciones preferentes eran los huérfanos de Wall Street. «El inversor [en el sentido del término que le dan Graham y Dodd] no debe comprarlos, y el especulador prefiere en general consagrar su atención a las acciones ordinarias» (capítulo 26). Aun así, los autores admiten que la gran oferta existente de estos títulos y la falta de demanda pueden hacer que sus precios sean tentadores.

Un ejemplo de un bono de categoría inferior atractivo y a la vez de un caso de estudio fascinante de la evolución de la inversión en entidades atribuladas lo constituye la empresa Guinness Peat Aviation (GPA), que fue la precursora de la bancarrota empaquetada de antemano. Se trata de una práctica en la que el deudor y los acreedores acuerdan un plan de reorganización antes de que la empresa se declare en quiebra, lo que permite que sea más fácil y rentable acogerse a la bancarrota y obtener una ratificación judicial. En el caso de GPA, se demostró que la declaración de quiebra era innecesaria.

GPA, fundada en 1975 y con sede en Irlanda, se dedicaba a vender y arrendar aviones comerciales. En pleno apogeo, la empresa contaba con doscientas ochenta aeronaves que tenía arrendadas a ochenta y tres

²⁴¹ «Bradlees Files for Bankruptcy», *Reuters*, 26 de diciembre de 2000.

aerolíneas. En 1990, la compañía hizo un pedido de setecientos nuevos aviones, valorado en 17.000 millones de dólares. Sin embargo, GPA fue víctima del sentido de la inoportunidad. Lanzó una Oferta Pública Inicial (OPI) en 1992, durante la caída del sector de las aerolíneas en los mercados, a raíz de la Guerra del Golfo de 1991. La OPI no llegó a cerrarse y GPA, con un endeudamiento de cerca de 10.000 millones de dólares debido al enorme pedido que realizó, tuvo que afrontar graves problemas. Su deuda evaporó casi la mitad de su valor nominal y fue justamente cuando los inversores en empresas atribuladas entraron en acción. Se apresuraron a comprar bonos con un rendimiento de entre 700 y 950 puntos base por encima de los pagarés y obligaciones del Tesoro Público, puesto que les gustaba el valor de los aviones como garantía. Finalmente, GPA fue rescatada por su mayor competidor, GE Commercial Aviation Services. Esta operación resultó ser un gran transacción comercial para la compañía rescatadora, porque le permitió refinanciar la deuda de GPA con los beneficios de las acciones de General Electric que tenían una clasificación triple A, es decir, de alta rentabilidad. También fue provechoso para los inversores en empresas en quiebra, ya que cuando GE asumió las obligaciones de GPA, los bonos de esta compañía se convirtieron en deuda no garantizada contabilizada en la parte inferior de la hoja de balance de GE y, aun así, se comercializaban prácticamente sin prima ni descuento. De la noche a la mañana, los bonos duplicaron casi su valor.

MCI WorldCom

Uno de los colapsos empresariales más espectaculares de comienzos de este siglo XXI lo protagonizó WorldCom, la empresa que luego se convirtió en MCI. Desde prácticamente principios de 1999 y hasta el 2002, los directivos financieros de la empresa de comunicaciones registraban los costos empresariales ordinarios como una inversión en activo fijo, con lo que infravaloró en sus estados financieros los gastos y de ello resultó una sobrevaloración de la partida de ingresos en al menos 9.000 millones de dólares «En tan solo unos pocos años, WorldCom vio mermado en 200.000 millones de dólares su valor de mercado y redujo numerosos puestos de trabajo. En julio de 2002, el fraude y la supervisión negligente forzó a WorldCom a declararse en quiebra».²⁴²

En diciembre de 2002, Michael Capellas fue contratado como nuevo director ejecutivo de la compañía con el objetivo de que llevara a cabo una reorganización. Un tribunal federal que fiscalizaba el caso de la Comisión

²⁴²Mentha, Stephane N., «MCI: Is Being Good Good Enough?», *Fortune*, 27 de octubre del 2003.

Nacional de Bolsa y de Valores (SEC) contra MCI WorldCom nombró a un ex presidente de este organismo, Richard Breeden, como «supervisor empresarial». Así pues, Capellas y su equipo de gestión debían abordar simultáneamente las restricciones normativas, enmendar los errores y el fraude de sus predecesores y hacer negocio en un mercado altamente competitivo.

Mark Neporent, el director de operaciones de Cerberus Capital Management, una de las firmas inversoras en empresas en dificultades que se involucró en la quiebra, ejerció de copresidente del Comité de Acreedores Oficiales.²⁴³ Mientras los competidores de la MCI, en pleno proceso de reestructuración, buscaban la exclusión de la compañía de telecomunicaciones a través de la adjudicación de contratos federales, Neoporent testificó en el Comité Judicial del Senado estadounidense sobre las ventajas del plan de saneamiento:

No cabe ninguna duda que el plan de reorganización ofrece a los acreedores una posibilidad mucho mayor de restablecimiento del pago que una liquidación, lo que literalmente erosionaría su valoración en miles de millones de dólares. El valor vigente de MCI se estima entre aproximadamente 12.000 y 15.000 millones de dólares, mientras que el valor de liquidación es de solo 4.000 millones de dólares. No debemos sorprendernos de que los titulares del 90% de la deuda de MCI hayan resuelto con rapidez y eficacia sus graves diferencias, exactamente como se contempla en el Código de la Bancarrota y hayan dado su apoyo al proyecto de reestructuración propuesto por MCI.²⁴⁴

En 2005, la empresa MCI ya saneada había salido a flote otra vez y los propietarios la vendieron a Verizon por cerca de 8.400 millones de dólares, un margen suficientemente superior al valor de la liquidación que se evitó con la reorganización. MCI era un caso en el que la reestructuración, como medio para obtener el control, contribuyó a liberar el valor de los activos de la compañía.

²⁴³Graham y Dodd estaban preocupados por que los comités de salvaguardia organizados por los banqueros de inversión pudieran fracasar a la hora de proteger con imparcialidad los intereses de los inversores. Dieron la bienvenida a la legislación de la quiebra de 1938 que supeditaba las actividades y la compensación del comité de salvaguardia a un escrutinio judicial (capítulo 18). Hoy en día, por supuesto, las actividades de las comisiones de acreedores, que juegan un papel importante en las reorganizaciones, están supervisados muy de cerca.

²⁴⁴El testimonio de Neporent está disponible en www.judiciary.senate.gov.

Inversión en empresas en dificultades financieras

Una cuestión fundamental sobre inversión en valor en general, y sobre inversión en compañías con problemas en particular, es: ¿por qué deberían existir las gangas?

Si el mercado es eficiente, como sostendría la teoría académica, ¿por qué, hoy en día, el precio no es necesariamente la estimación más óptima del valor real de una acción? Pese a que Graham y Dodd eran profesores, contemplaban la realidad en lugar de la teoría y rechazaban la Hipótesis de la Eficiencia de los Mercados (HEM), que se desarrolló en la Universidad de Chicago, antes de que a esta se le diera un nombre y un acrónimo. Compararon, de forma genial, el mercado con una *máquina de votar*, que genera resultados que son producto, en parte, de la razón y, en parte, de la emoción, en lugar de una máquina de pesar que pondera de una forma exacta e impersonal (capítulo 1). Los autores se basan en «una doble suposición: primero, que el precio de mercado está a menudo en desacuerdo con el valor real y, segundo, que hay una tendencia inherente de estas disparidades a autocorregirse» (capítulo 1). Antes de que alguien de la Escuela de Chicago sufra un ataque al corazón, escuchemos una vez más a Graham y Dodd sobre lo que tienen que decir de la primera proposición: «En cuanto a la validez de la anterior afirmación, puede haber muy pocas dudas pese a que Wall Street hable a menudo con mucha labia del “juicio infalible del Mercado” y asegure que “una acción vale el precio por el que puedes venderla: ni más, ni menos”» (capítulo 1).

Si el mercado se «equivoca» con respecto al precio «correcto» en las inversiones ordinarias, aún ocurre con mayor frecuencia en las inversiones en empresas con problemas financieros. En este último caso, los compradores de acciones de estas empresas buscan gangas que ponen a su disposición los vendedores descontentos que invirtieron en momentos más afortunados. En la época de Graham y Dodd, cuando una acción dejaba de generar dividendos, muchos accionistas institucionales se veían forzados por sus estatutos a vender (capítulo 9). Hoy en día, ocurre lo mismo con los bonos cuando el emisor deja de pagar el cupón o interés. Por lo tanto, cuando una empresa tiene problemas, hay vendedores que se ven obligados a reclamar en la estrecha puerta de salida, mientras que no hay suficientes compradores para ampliar la puerta de entrada y mantener el precio «correcto». Incluso las instituciones que no se ven obligadas legalmente a vender cuando el cupón desaparece se deshacen, a menudo, de ellos. En muchas empresas, la idea de un departamento de refinanciación de la deuda es un teléfono: ¡Coge los títulos y véndelos! Contrariamente, el experto en empresas atribuladas decide que estos títulos retienen un valor mayor del que les adjudica el mercado o incluso del que les otorgan sus propietarios actuales.

Wall Street, además, tiene una especial predisposición a la exageración. El estereotipo presenta un Wall Street poblado de optimistas y pesimistas. En realidad, el mercado en sí mismo no es alcista ni bajista, sino especulativo, cambia continuamente de dirección a la búsqueda de riqueza. Este proceso de enriquecimiento implica movimientos masivos de capital que, inevitablemente, a veces se asignan de forma desacertada. Como supuestamente dijo sir John Templeton: «los mercados alcistas nacen en medio del pesimismo, crecen en el escepticismo y maduran en el optimismo, así como mueren en medio de la euforia».²⁴⁵ Un inversor en empresas en quiebra vive de estas asignaciones desacertadas. Va detrás del producto a la baja que el especulador en el mercado quiere vender. En los buenos tiempos, Wall Street permite un crecimiento de la deuda y, por ende, la retirada de las acciones, lo que comporta un auge de las adquisiciones. La euforia por la máquina de creación de deuda de Wall Street deriva en un crac, y es entonces cuando los inversores en empresas en quiebra surten al mercado con activos nuevos y retiran la deuda, a menudo, con un descuento.

Indudablemente, las cosas han cambiado mucho desde los tiempos de Graham y Dodd. Los avances tecnológicos y la democratización de las finanzas posiblemente hacen que el mercado sea más eficiente. Al fin y al cabo, en 1940, no se podía hacer un seguimiento instantáneo de los precios de un sinfín de valores a través de la terminal de Bloomberg o Internet. No se podían elaborar hojas de cálculo en Excel e inmediatamente ajustar las cifras cambiando un número. No se podían recibir alertas en el correo electrónico cuando había noticias sobre las compañías a las que uno seguía la pista. Y no habían miles de profesionales encorvados sobre las terminales informáticas compitiendo todo el día por gangas en las que invertir. El legendario y ya fallecido León Levy aconsejó a los principiantes que, en el ámbito de los negocios, entiendan que las decisiones que toman cada día no son únicas sino que al mismo tiempo también las toman cientos de otras personas en oficinas de todo el país.

Como consecuencia, puede argumentarse positivamente que los mercados son más racionales hoy en día que cuando Graham y Dodd escribían sus análisis. De hecho, el propio Graham hizo este mismo razonamiento durante el último año de su vida. «En los viejos tiempos, cualquier analista de valores bien preparado podía hacer un buen trabajo profesional seleccionando acciones infravaloradas a través de estudios detallados —señaló en una entrevista en 1976—, pero, a la vista de la cantidad enorme de indagaciones que se llevan a cabo ahora, dudo si en la mayoría de los casos estos amplios esfuerzos darán lugar a selecciones lo

¹⁰Miller, Bill «Good Times are Corning», *Time*, 8 de marzo de 2005.

suficientemente mejores para justificar su costo.»²⁴⁶ En otras palabras, el profesor Graham temía que su trabajo, que había tenido tanto éxito, quedara obsoleto. No necesariamente. Poco sabía el profesor de que simplemente acababa de empezar.

Graham y Dodd hoy en día

Graham y Dodd reconocían que las cosas cambian. En el prefacio a la segunda edición de su libro, que apareció seis años después de la primera edición, observaron que «En el mundo económico, las cosas suceden demasiado deprisa como para permitir a los autores estar mucho tiempo tranquilos» (Prefacio a la segunda edición). Algunas veces, debido a su inquietud, parecía que estuvieran décadas por delante de su época.

La perspectiva del riesgo

Un ejemplo fundamental de esa visión de futuro de Graham y Dodd puede hallar una aplicación práctica en un sector importante de los mercados de valores modernos. Los autores, tan escépticos como siempre acerca de la racionalidad de los mercados, señalaban que «los precios y los rendimientos de los productos financieros no están determinados por ningún cálculo matemático exacto del riesgo esperado, sino que más bien dependen de la “popularidad” de la emisión» (capítulo 7). Sin embargo, también presentaron los cimientos teóricos sobre los que décadas más tarde se afianzaron las inversiones de alto rendimiento. Fueron los mismos autores los que dijeron que: «Si una proporción bastante amplia de un grupo de bonos de bajo precio cuidadosamente elegidos escapan a la mora, los ingresos recibidos sobre el conjunto del grupo durante un período de tiempo superarán, sin duda, el rendimiento en dividendos de las acciones ordinarias de precios similares» (capítulo 26).

Otros se valieron de esta idea para impulsar la venta de bonos basura, especialmente la emisión original de bonos de categoría inferior que invadieron Wall Street en la década de 1980. Sin embargo, no existe duda alguna de que Graham y Dodd hubieran desaprobado esos valores. Esto no es lo mismo que comprar «ángeles caídos», bonos de primera calidad, cuyos emisores estaban pasando por tiempos difíciles. Se trataba, por lo general, de valores preferentes que incluso en el caso de quiebra los

²⁴⁶Fischer, Kenneth L. *100 Minds That Made The Market*, Wiley, Nueva York, 2007, p. 61. Fischer continúa analizando esta conversación que mantuvo al final de su vida: «Irónicamente, la adopción de la teoría del “mercado eficiente” fue antes de que los programas informáticos (que permiten a los operadores predecir la trayectoria de los instrumentos financieros) pusieran en evidencia todo tipo de defectos de esta teoría».

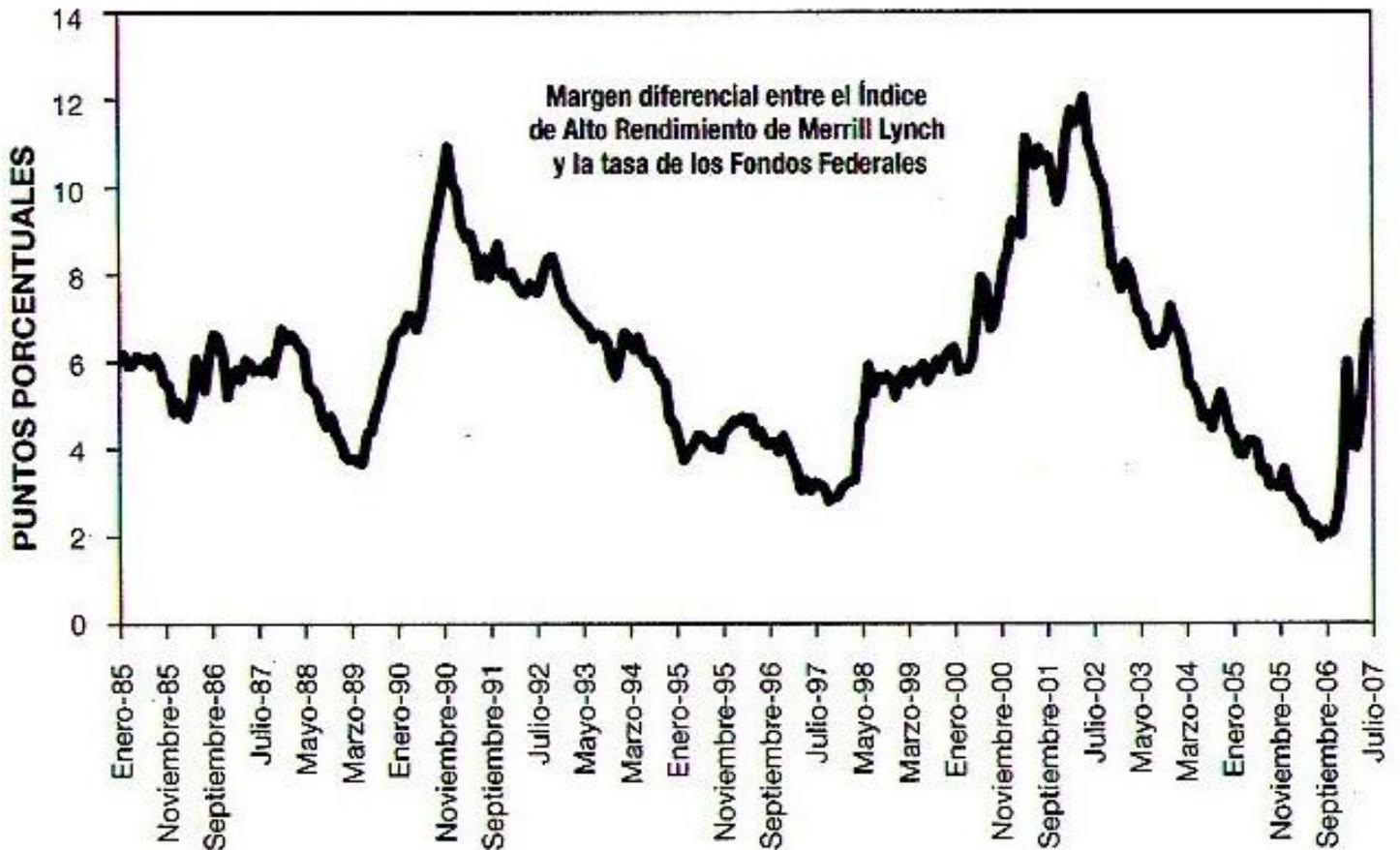
obligacionistas podían reclamar el pago en función de la disponibilidad de algunos activos. Sin embargo, la emisión de bonos basura originales no tenían esa garantía. Si estos bonos se tambalearan, puede que no tuvieran posibilidad de cobro. Durante la década de 1980, un porcentaje significativo del mercado de bonos de alto rendimiento consistía en valores que nunca se habían vendido directamente a los inversores, pero que formaban parte de un paquete de títulos y efectivo que se daba a los accionistas que vendían sus participaciones en caso de adquisición de la empresa. El banco de inversión Drexel Burham Lambert perfeccionó esta estrategia, y creó instrumentos financieros tales como los bonos de cupón cero (que no pagaban interés, por ejemplo, en cinco años) o notas de deuda principal «a pagar en especies», que, en lugar de producir intereses en efectivo, simplemente la empresa emitía más acciones preferentes. Nadie suponía que la valoración de estos títulos era equiparable a su valor nominal, pero los accionistas que se deshacían de sus participaciones admitían, por lo general, estas transacciones. Al final de la década, sin embargo, el mercado de los bonos basura sufrió un colapso, al igual que varias de las transacciones de Drexel. Estos problemas, junto con las dificultades legales con las que la empresa tuvo que enfrentarse con la SEC y los demandantes, produjo que la firma se declarara en quiebra en 1990. Jeffrey Lañe, ex presidente de Shear-son Lehman Hutton, apuntó: «Esta es la naturaleza del negocio de los servicios financieros. Se empieza con un descenso constante y luego se cae en picado».

Una cosa es adquirir «ángeles caídos», es decir bonos de primera calidad, cuyos emisores pasan por malos momentos, y otra muy distinta emitir bonos que nunca han alcanzado las alturas. Los «ángeles caídos» eran normalmente valores privilegiados que siempre podían reclamar el pago según algunos activos, incluso en caso de quiebra. Los valores que diseñó Drexel, que fueron canjeados, carecían de este privilegio. Eran, de hecho, el máximo exponente de lo que Graham y Dodd más deploraban de los mercados financieros. En el colapso que siguió, muchos de ellos no pudieron recuperar en absoluto su valor.

Según Graham y Dodd, la diferencia existente entre una tasa de rentabilidad libre de riesgo y el rendimiento ofrecido por valores de riesgos variados representaban oportunidades de inversión, sobre todo si una cartera diversificada podía mantener inmovilizado los títulos de alta rentabilidad y así reducir el riesgo en el conjunto de activos. En prácticamente todo tipo de inversiones, los réditos tienen al menos *alguna* conexión (aunque no sea matemática) con la tasa de rentabilidad libre de riesgo, por lo que los inversores exigen mayores retribuciones por un riesgo mayor. La prima que los inversores demandan para los bonos de alto rendimiento en comparación con la seguridad que ofrecen los Fondos

Federales ilustran la avidez del mercado por el riesgo, tal como puede verse en el análisis realizado durante las dos últimas décadas.

¿Le están pagando para tomar riesgos?



Se trata de un estudio que abarca un período de dos décadas sobre el margen diferencial entre el Índice de Alto Rendimiento de Merrill Lynch y la tasa de los Fondos Federales. Cuando la diferencia entre los márgenes es alta, se dice que los bonos de alto rendimiento están baratos.

La tabla muestra este margen durante el tiempo mencionado al sustraer la tasa de los Fondos Federales, que no tienen riesgo, del índice de Alto Rendimiento de Merrill Lynch, que implica una apuesta más arriesgada. El gráfico representa la rentabilidad disponible para el capital en búsqueda de oportunidades, incluso en el campo de la inversión en empresas con problemas financieros. A diferencia, por ejemplo, del capital de riesgo, en el que el inversor busca una mina de oro (aunque sea con alguna diversificación de valores para que el ganador ocasional pueda compensar sus pérdidas), la tabla es relevante para cualquier cartera de valores diseñada para generar una tasa de rendimiento del capital que busca oportunidades. La rentabilidad está efectivamente vinculada al nivel de ausencia de riesgo, y el margen que muestra la tabla es la medida más

simple y quizá más acertada para conocer los precios del mercado a lo largo de las dos últimas décadas.

Los rendimientos, la mayoría de veces, se mueven a la par, pero las oportunidades reales se producen cuando avanzan en direcciones opuestas, es decir, cuando el margen se expande es el momento de comprar y, cuando se contrae, de vender. Obsérvese el amplio crecimiento del diferencial entre 1989 y 1991, lo que muestra una debilitación de la economía, que provocó la derrota de George H.W. Bush en su reelección como presidente, pese a que las cosas empezaran a mejorar después del día de las elecciones de 1992. El margen era muy estrecho durante el auge del mercado de valores de 1998, aunque empezó a aumentar cuando la burbuja *punto-com* alcanzó su apogeo y explotó después de que reventara. Este diferencial —que experimentó un crecimiento por debajo de los 1.200 puntos base a finales de 2002— se redujo a cerca de 700 puntos base a finales de 2003, a menos de 400 a principios de 2006 y por debajo de los 200 al comienzo de 2007. Este firme descenso de la rentabilidad sirvió de trampolín para reevaluar toda clase de activos representados por el índice de Alto Rendimiento.

Cuando el diferencial es mayor, como en 1991 o 2002, los inversores obtienen cuantiosos beneficios por el riesgo. Cuando es menor, como a principios de 2007, el mercado es muy optimista con el riesgo, y quiere decir que ha llegado el momento de vender. Por supuesto, es muy difícil predecir cómo se moverá la línea diferencial mañana o la semana próxima, pero los inversores en oportunidades aceptan las desviaciones con respecto a las normas. Cuando el margen es especialmente ancho, se van a pescar y, cuando es particularmente estrecho, no salen de casa y remiendan las redes.

Teniendo en cuenta cómo funciona el mundo, en tiempos de márgenes amplios con una disponibilidad enorme y oportunidades para inversiones alternativas, es extremadamente difícil obtener capital en este dominio. Por lo tanto, una vez el diferencial se contrae y se reducen las oportunidades, el dinero fluye en apuestas alternativas. Como suele decir León Levy: «Cuando uno tiene ideas, no puede conseguir el dinero; cuando uno puede obtener el dinero, no tiene las ideas». En ese sentido, el comportamiento de los inversores en el sector de empresas atribuladas no es tan diferente del de los inversores del sector minorista en el mercado de valores.

Principios iniciales y cambios de paradigma

Resulta fácil aceptar que estas normas aparentemente inmutables pueden volverse obsoletas, pero difícil saber cuándo va a ocurrir. En la

primavera de 1951, el índice Dow Jones de Valores Industriales se mantuvo cerca de 250 puntos. El profesor Graham explicó a sus alumnos de la Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia que la cotización del Dow había bajado 200 puntos en algún momento del año y durante cada año desde su creación en 1896. Cuando el mejor estudiante de Graham, Warren Buffett —supuestamente el único en recibir la nota de A+ en el máster— estaba a punto de graduarse aquel verano, el profesor le sugirió que tal vez se beneficiaría si retrasaba su carrera como inversor hasta que el Dow hubiera completado su descenso predecible por debajo de los 200 puntos, lo que todavía no ha sucedido desde 1951. Para demostrar lo mucho que merecía la A+, Warren Buffett rechazó el consejo, y lo positivo fue que el Dow no se desplomó 200 puntos aquel año ni en cualquier otro desde entonces.²⁴⁷ «Tenía cerca de 10.000 dólares —cuando el profesor Graham le hizo la recomendación, según explicó Buffett en el *Wall Street Journal*—. Si hubiera seguido su consejo, posiblemente todavía tendría 10.000 dólares».²⁴⁸

Pocos años más tarde, en 1958, la rentabilidad de los dividendos de los activos cayeron por primera vez por debajo del rendimiento de los bonos. Un inversor sensato que operara en aquel momento difícilmente podría atribuir el mérito del cambio a una nueva realidad permanente. Por el contrario, hubiera dicho más bien que se trataba de un comedido para debilitar el mercado de valores. Pensemos en el dinero perdido durante todos esos años por los verdaderos creyentes que habían defendido que: «Esta vez es diferente». Incluso los profesionales preparados de aquel entonces fueron cautelosos y se equivocaron, mientras que los optimistas irreverentes acertaron. Esta vez, fue realmente diferente. Desde la perspectiva, que perduró durante medio siglo, de la seguridad en la inversión en acciones, parece indiscutible que se haya establecido un nuevo criterio de valoración.

Así pues, ¿cuándo se puede determinar con certeza que «esta vez es diferente», sobre todo al considerar todos estos momentos que no son realmente diferentes? En 1951, la norma del profesor Graham de los 200 puntos se había mantenido firme desde hacía cincuenta y cinco años. Una vez quebrantada, nunca más se pudo verificar, pero ¿quién hubiera tenido la previsión y la audacia de Buffett para concluir con seguridad que podía ser ignorada? El inversor de 1958 —que esperaba saber la antigua relación entre la rentabilidad de dividendos y el rendimiento del mercado de bonos

²⁴⁷ Lee, Kenneth. *Trouching the Down: A Value-Based Method for Making Huge Profits*, McGrawHill, Nueva York, 1998, pp.1-2.

²⁴⁸ En el informe anual de 2000 de Berkshire Hathaway, Buffett explicó su experiencia en la clase de Graham y dijo: «pocas horas ante el maestro demostraron ser más valiosas para mí que diez años de pensamiento supuestamente original».

para reafirmarse a sí mismo— seguía esperando una respuesta. Una vez que se vulnera, la brecha del rendimiento es aún mayor.

Pese a que la Biblia de Graham y Dodd no puede ser asimilada, hoy en día, sin observaciones, la *actitud* que presenta ese trabajo es atemporal. Mientras los inversores continúen siendo humanos, y ello quiere decir supeditados a la avaricia, al miedo, a la presión, a la duda y a un amplio abanico de sentimientos inherentes, aún podrán hacer dinero si se protegen a sí mismos para superar la emoción. Mientras persista la tendencia de la humanidad de ir en manada, habrá oportunidades para los inconformistas que no temen quedarse solos. Imaginemos a Graham y Dodd como si personificaran el espíritu de Hamlet, el príncipe de Dinamarca, quien declaró: «Benditos sean aquellos / cuya sangre y cuyo juicio se mezclan tan curiosamente / que no son una flauta para que el dedo de la fortuna / la haga sonar cuando le plazca».

Capítulo 22

Emisiones preferentes

Llegamos ahora a la segunda división principal de nuestra clasificación revisada de productos financieros, es decir, los bonos y acciones preferentes que el comprador considera sujetos a cambios sustanciales en el valor del capital. En nuestra explicación introductoria (capítulo 5), subdividimos este grupo bajo dos encabezamientos: las emisiones que son especulativas por tener una seguridad inadecuada y las especulativas por razón de una conversión o privilegio similar que hace posible variaciones considerables en el precio de mercado.²⁴⁹

Productos financieros sénior con preferencias especulativas

Además de gozar de derecho prioritario sobre una cantidad fija de capital e ingresos, un bono o acción preferente también puede obtener el derecho de participar en los beneficios acumulados para las acciones ordinarias. Estos privilegios son de tres tipos:

1. **Convertibles:** dan derecho a intercambiar la emisión sénior por acciones ordinarias según las condiciones estipuladas.
2. **Participad vos:** bajo los cuales se pueden pagar rendimientos adicionales al titular de la emisión sénior, normalmente según sea la cantidad de dividendos ordinarios declarada.
3. **De suscripción:** por los cuales los titulares de bonos o acciones preferentes pueden comprar acciones ordinarias en cantidades y durante períodos estipulados.²⁵⁰

²⁴⁹ En la edición de 1934 incluimos una sección sobre emisiones sénior con calidad de inversión disponibles a precio de ganga. Aunque estas abundaron en el período 1931-1933, desde entonces se han hecho muy escasas, incluso en el declive de mercado de 1937-1938. Por lo tanto, para ahorrar espacio, hemos omitido esta sección.

²⁵⁰ Hay todavía un cuarto tipo de arreglo de participación en los beneficios, menos importante que los tres anteriores, que apareció por primera vez en el mercado al alza de 1928-1929. Se trata del llamado bono opcional o acción preferente. La opción consiste en recibir los pagos de intereses o dividendos en forma de cantidad fija de acciones ordinarias (es decir, a un precio fijo por acción) en lugar de dinero en efectivo. Por ejemplo, Commercial Investment Trust \$5 Convertible Preference, Optional Series de 1929, dio a los

Puesto que el privilegio de conversión es el más familiar de los tres, utilizaremos el término «emisiones convertibles» para referirnos a las emisiones preferentes en general.

Tales emisiones son atractivas en la forma. A través de cualquiera de estas tres provisiones, un producto sénior puede recibir prácticamente todas las posibilidades de beneficio que lo vinculan a las acciones ordinarias de la empresa. Tales emisiones deben, por lo tanto, considerarse como las más atractivas de todas en cuanto a la forma, puesto que permiten la combinación de máxima seguridad con la posibilidad de obtener una revalorización ilimitada. Un bono que cumple todos los requisitos de una inversión sólida y que además tiene un interesante privilegio de conversión sería sin duda una adquisición muy deseable.

Motivos para un historial inversor no envidiable. A pesar de este argumento a favor de las emisiones preferentes sénior como forma de inversión, debemos reconocer que la experiencia real con esta categoría no ha sido satisfactoria. Podemos avanzar dos tipos distintos de motivos de esta discrepancia entre promesa y realidad.

La primera es que solo una pequeña parte de las emisiones preferentes han cumplido realmente los requisitos de una inversión sólida. El factor conversión se ha ofrecido casi siempre como compensación por los productos inadecuados.²⁵¹ Esta debilidad fue muy acusada durante el período de moda de las emisiones convertibles, entre 1926 y 1929.²⁵²

titulares la opción de tomar sus dividendos a la tasa anual una treceava parte del ordinario en vez de los 6 dólares en efectivo. Eso equivalía a un precio de 78 dólares por acción ordinaria, lo que significaba que la opción valía siempre que la acción se vendiera por encima de 78. De manera similar, Warner Brothers Pictures, Inc., *Optional 6% Convertible Debentures*, con vencimiento en 1939, emitido en 1929, dio al propietario la opción de llevarse sus pagos de intereses a la tasa anual de una participación de acciones ordinarias en vez de los 60 dólares en efectivo.

Puede decirse que este arreglo opcional es una forma modificada del privilegio de conversión, bajo la cual las cantidades correspondientes a intereses o dividendos se hacen convertibles en acciones ordinarias por separado. En la mayoría o probablemente todas estas emisiones el capital también es convertible. La convertibilidad por separado de los pagos por ingresos añade algo de atractivo, pero no mucho, al privilegio.

²⁵¹ El *Report of the Industrial Securities Committee of the Investment Bankers Association of America* de 1927 cita, presumiblemente con aprobación, una sugerencia de que, como cieno porcentaje de los productos sénior de empresas industriales de tamaño medio «tienen tendencia a arrojar pérdidas cuantiosas durante un período de cinco a diez años», quienes invierten en ellos han de recibir una participación en las ganancias futuras a través de una conversión u otro tipo de privilegio para compensar este riesgo. Véase *Proceedings of the Sixteenth Annual Convention of the Investment Bankers Association of America*, pp. 144-145, 1927.

²⁵² Antes de la aparición el 16 de febrero del 1939 de *Release No. 208 (Statistical Series)* del SEC no se ha hecho ni mantenido con regularidad ninguna recopilación exhaustiva del volumen en dólares de emisiones preferentes. Esta publicación daba datos trimestrales del período entre el 1 de abril de 1937 y el 31 de diciembre de 1938, y desde entonces se han

Durante estos años las empresas industriales bien afianzadas se financiaban con la venta de acciones ordinarias, mientras que las más frágiles —o escasamente capitalizadas— recurrían a los productos preferentes sénior.

La segunda razón tiene que ver con las condiciones bajo las cuales pueden acumularse beneficios a partir del privilegio de conversión. Aunque, de hecho, no hay límite superior al precio que puede alcanzar un bono convertible, hay un límite muy real en la cantidad de beneficios que el titular puede hacer realidad mientras conserva una posición inversora. Una vez que una emisión preferente ha avanzado con las acciones ordinarias, su precio comenzará a fluctuar en ambas direcciones determinado por los cambios en las cotizaciones de las acciones y, en este sentido, la titularidad continuada de la emisión sénior se convertirá en una operación especulativa. Un ejemplo ayudará a entenderlo:

Supongamos la adquisición de un bono al 3,5% a valor nominal, convertible en dos participaciones de acciones ordinarias por cada bono de 100 dólares (es decir, convertible en acciones ordinarias a 50). La acción ordinaria se está vendiendo a 45 en el momento de la compra del bono.

Primera etapa: (1) si las acciones caen a 35, el bono puede seguir cerca del valor nominal. Eso muestra la acusada ventaja técnica de una emisión convertible sobre la acción ordinaria. (2) Si la acción avanza a 55, el precio del bono probablemente subirá hasta 115 o más. (Su valor de conversión inmediata sería de 110, pero una prima estaría justificada por su ventaja por encima de la acción.) Eso muestra las posibilidades indudablemente especulativas de tal emisión convertible.

Segunda etapa. La acción sigue avanzando hasta 65. El valor de conversión del bono es ahora de 130, y se venderá a esta cifra o un poco por encima. En este punto, el comprador original se enfrenta a un problema. Dentro de unos límites amplios, el precio futuro de este bono depende totalmente del curso de las acciones ordinarias. Con el fin de obtener un beneficio mayor, ha de arriesgarse a perder los beneficios en mano, que de hecho constituyen una parte considerable del valor de mercado presente de su producto financiero. (Una caída en el precio del ordinario podría inducir rápidamente a una caída del bono de 130 a 110.) Si elige conservar la emisión, se coloca en buena medida en la posición de los accionistas, y esta similitud aumenta rápidamente a medida que el precio sigue avanzando. Si, por ejemplo, sigue conservando el bono a un nivel de 180 (90 para las acciones), a todos los efectos prácticos ha

asumido la posición y el riesgo de un accionista.

Los beneficios ilimitados en tales emisiones se identifican con la posición del accionista. Las posibilidades de beneficios ilimitados de una emisión preferente son, por lo tanto, en un sentido importante, una ilusión. No deben identificarse con la propiedad de un bono o de una acción preferente, sino con la asunción de la posición del titular de una acción ordinaria: lo cual puede asumir cualquier titular de una acción no convertible intercambiando su bono por una acción. Hablando en términos prácticos, el abanico de posibilidades de obtener beneficios de una emisión convertible, aunque todavía mantiene la ventaja de una participación de inversión, normalmente debe limitarse a entre el 25 y el 35% de su valor nominal. Por este motivo, los compradores originales de las emisiones preferentes no las suelen conservar por más de una pequeña parte de las ganancias máximas de mercado obtenidas por las mejores de entre ellas, y por lo tanto no llegan a ganar realmente estos posibles beneficios cuantiosos. Así, los beneficios obtenidos pueden no compensar las pérdidas ocasionadas por compromisos poco sólidos en este terreno.

Ejemplos de emisiones atractivas. Las dos objeciones que acabamos de exponer han de moderar considerablemente nuestro entusiasmo hacia las emisiones preferentes sénior como categoría, pero en absoluto destruyen sus ventajas inherentes ni las posibilidades de explotarlas con un acierto considerable. Aunque la mayor parte de las nuevas ofertas convertibles podrían haber estado incorrectamente aseguradas²⁵³, hay unas excepciones relativamente frecuentes a la norma, y estas han de ser de interés primordial para los inversores atentos. Exponemos a continuación tres ejemplos representativos de tales oportunidades, extraídos de los sectores industrial, de ferrocarriles y de suministros.

1. Commonwealth Edison Company Convertible Debentures 3 1/2s, con vencimiento en 1958. Estos bonos se ofrecieron a los accionistas en junio y septiembre de 1938 por su valor nominal. El resultado estadístico de la empresa garantizaba que los certificados de deuda eran un compromiso sólido a ese precio. Eran convertibles a 40 participaciones de acciones ordinarias hasta el vencimiento o el rescate anterior.

En septiembre de 1938 los certificados de deuda se podían comprar en el NYSE por su valor nominal cuando las acciones se vendían a 24 1/2. A estos precios, los bonos y acciones se vendían muy próximos a su valor nominal, y un ligero avance en el precio de la acción iba a permitir al titular del bono vender con un beneficio.

²⁵³ Esta crítica no es aplicable a los bonos convertibles emitidos desde 1933, la mayoría de los cuales cumplen con nuestros criterios de inversión.

Menos de un año más tarde (julio de 1939) las acciones habían subido a $31\frac{3}{8}$ y los bonos a $124\frac{3}{4}$.

2. *Chesapeake and Ohio Railway Company Convenible 5s, con vencimiento en 1946.* Estos bonos se ofrecieron originariamente a los accionistas en junio de 1916. Fueron convertibles a acciones ordinarias a 75 hasta el 1 de abril de 1920; a 80 hasta el 1 de abril de 1923; a 90 hasta el 1 de abril de 1926, y a 100 hasta el 1 de abril de 1936.

A finales de 1924 se podían haber comprado por su paridad (es decir, sin pagar una prima por el privilegio de conversión) a precios similares al valor nominal. Concretamente, el 28 de noviembre de 1924 se vendieron a 101, cuando la acción se vendía a 91. En aquel momento las ganancias de la empresa mostraban una mejora continua e indicaban que los bonos estaban correctamente asegurados. (En 1924 los cargos fijos se cubrieron dos veces.) El valor del privilegio de conversión se mostraba por el hecho de que al año siguiente la acción se vendía a 131, haciendo que los bonos valieran 145.

3. *Rand Kardex Bureau, Inc., 5 1/2s, con vencimiento en 193L* Estos bonos se ofrecieron originalmente en diciembre de 1925 a $99\frac{1}{2}$. Conllevaban avales de compra de acciones (convertible después de enero de 1927) que permitían al titular comprar 22,5 participaciones de acciones ordinarias de Clase A a 40 dólares la participación durante 1926, a 42,50 dólares durante 1927, a 45 dólares durante 1928, a 47,50 dólares durante 1929 y a 50 dólares durante 1930. (Las acciones de Clase A eran en realidad una emisión preferente en participaciones.) Los bonos se podían convertir a su valor nominal como pago de las acciones compradas bajo los avales, una provisión que en la práctica permitía que los bonos fueran convertibles en acciones.

Los bonos resultaron estar correctamente asegurados. Los anteriores resultados (basados en los beneficios de las empresas anteriores) muestran la cobertura de beneficios por los intereses sobre la nueva emisión de bonos:

Año	N. de veces cubierto
1921 (crisis)	1,7
1922 (crisis)	2,3
1923	6,7
1924	7,2
1925 (9 meses)	12,2

El activo circulante neto superó dos veces el valor nominal de la emisión del bono.

Cuando los bonos se ofrecieron al público, las acciones de Clase A cotizaban a 42, indicando un valor inmediato para los avales de la compra de acciones. Al año siguiente las acciones subieron a 53 y los bonos a 13072. En 1927 (cuando Rand Kardex se fusionó con Remington Typewriter) las acciones crecieron hasta 76 y los bonos a 190.

Ejemplo de una emisión poco atractiva. En contraposición a estos ejemplos, ofrecemos un caso de una oferta convertible, superficialmente atractiva pero poco sólida, como las que caracterizaron el período 1928-1929:

National Trade Journals, Inc., 6% Convertible Notes, con vencimiento en 1938. La empresa se organizó en febrero de 1928 para adquirir y publicar una docena de revistas comerciales. En noviembre de 1928 vendió 2.800.000 dólares de los anteriores títulos a 9772. Los títulos eran inicialmente convertibles en 27 participaciones de acciones ordinarias (a 37,03 dólares por participación) hasta el 1 de noviembre de 1930; en 25 participaciones hasta noviembre de 1932, y a precios que aumentaron progresivamente hasta 52,63 dólares la participación durante los dos últimos años de vida de los bonos.

Estos bonos se podían haber comprado en el momento de la emisión y durante varios meses posteriores a precios ligeramente superiores a su valor nominal en comparación con el valor de mercado de las acciones. En concreto, se podían comprar a 97 1/2 el 30 de noviembre, cuando las acciones se vendían a 3478, lo cual significaba que las acciones necesitaban avanzar solo dos puntos para asegurar un beneficio a la conversión.

Sin embargo, los bonos no parecieron en ningún momento como incorrectamente asegurados, a pesar de la imagen tan atractiva que se presentaba en la circular de oferta. La circular mostraba unos beneficios estimados de la empresa predecesora basados en los tres años y medio anteriores, que daban un promedio de 4,16 veces los cargos sobre la emisión del bono. Sin embargo, cerca de la mitad de estos beneficios estimados se esperaba que fueran derivados desde economías que se preveía que fueran el resultado de la consolidación, en forma de reducción de salarios, etc. No estaría justificado que el inversor conservador hubiera tomado estas ganancias por seguras, sobre todo tratándose de un negocio tan arriesgado y competitivo como este, con una cantidad relativamente reducida de activos tangibles.

Si eliminamos los beneficios estimados antes mencionados, el resultado en el momento de la emisión y a posteriori sería el siguiente:

Año	Abanico precios bonos	Abanico precios acciones	Precio conversión dominante	Veces intereses ganados	Ganado por acción ordinaria
1925				1,73*	0,78 \$*
1926				2,52*	1,84*
1927				2,80*	2,20*
1928	100—97 1/2	35 7/8—30	37,03 \$	1,69†	1,95
1929	99—50	34 5/8—5	37,03	1,86†	1,04
1930	42—10	6 3/8— 1/2	37,03—40 \$	0,09†	1,68 (d)
1931	10 1/2—5	1	40,00	Supensión de p.	

* Empresa anterior. Cifras anteriores a la participación una vez calculados los impuestos federales.

† Beneficios reales últimos 10 meses de 1928 y años subsiguientes.

En junio de 1931 se nombraron procuradores. Las propiedades se vendieron en agosto de aquel año y luego los titulares de bonos recibieron unos 8,5 centavos por dólar.

Principio derivado. A partir de estos casos contrastados, se puede desarrollar un principio inversor que proporcionaría una inestimable guía para la selección de emisiones preferentes sénior. El principio es el siguiente: una emisión preferente sénior que se venda próxima al valor nominal o por encima de él ha de cumplir los requisitos tanto de una inversión directa de valor fijo como de una especulación directa de acciones ordinarias, y debe adquirirse con una u otra intención a la vista.

La alternativa dada ofrece dos enfoques distintos de la compra de un producto financiero preferente. Se puede adquirir como una inversión sólida con una posibilidad de beneficio incidental mediante una mejora de capital o adquirirse principalmente como una forma atractiva de especulación en acciones ordinarias. En términos generales, no debe haber terreno intermedio. El inversor interesado en la seguridad del capital no debe rebajar sus exigencias a cambio de un privilegio de conversión; el especulador no debe sentirse atraído por una empresa de promesas mediocre debido a la pseudoseguridad ofrecida por el contrato del bono.

Nuestra oposición a cualquier compromiso entre la actitud puramente inversora y la confusamente especulativa se basa principalmente en criterios subjetivos. Cuando se adopta una postura intermedia, el resultado suele ser de confusión, ideas difusas y autoengaño. El inversor que relaja sus exigencias de seguridad para obtener un privilegio de participación en beneficios no suele estar preparado, ni económica ni mentalmente, para la

pérdida inevitable si la suerte no le sonríe. El especulador que quiere reducir el riesgo operando con emisiones convertibles probablemente verá su principal interés dividido entre la propia empresa y los términos de su privilegio, y probablemente experimentará una fuerte duda interior sobre si es accionista o titular de bonos. (Las emisiones preferentes que se venden con jugosos descuentos respecto de su valor nominal, en general, no est n sujetos a este principio, puesto que pertenecen a una segunda categoría de productos especulativos sénior que consideraremos más adelante.)

Volviendo a nuestros ejemplos, podremos observar que los Commonwealth Edison 3¹/₂S se podían haber comprado adecuadamente como inversión sin tener en cuenta su rasgo de conversión. La clara posibilidad de que este privilegio fuera de valor hizo que el bono fuera solo únicamente atractivo en el momento de su emisión. Se podrían hacer afirmaciones similares de los bonos de Chesapeake and Ohio y los Rand Kardex. Cualquiera de estos tres productos también debía de ser atractivo para los especuladores convencidos de que las acciones ordinarias asociadas estaban a punto de experimentar un aumento de precio.

Por otro lado, los National Trade Journals Debentures no podían haber superado los restrictivos tests de seguridad cualitativos y cuantitativos. De modo que solo deberían haber interesado a personas que confiaran plenamente en el valor futuro de la acción. Sin embargo, es poco probable que la mayor parte de las compras de esta emisión estuviera motivada por el deseo básico de invertir o especular con las acciones ordinarias de National Trade Journals, sino que se basaba más bien en las condiciones atractivas del privilegio de conversión y en la sensación de que la emisión era relativamente segura como inversión en bonos. Es precisamente este compromiso entre inversión real y especulación real lo que no aprobamos, principalmente porque el comprador no tiene una idea clara del objetivo de su compromiso ni del riesgo que est  corriendo.

Normas relativas a la retención o la venta. Una vez establecido un principio básico para guiar la selección de emisiones preferentes, planteamos a continuación qué normas se pueden establecer en relación a su posterior retención o venta. Los convertibles adquiridos básicamente como forma de compromiso en acciones ordinarias se pueden conservar por un mayor beneficio que los que se compran desde el punto de vista inversor. Si un bono de la primera categoría crece de 100 a 150, la buena prima no tiene por qué ser por sí sola un motivo de control para vender; el propietario se debe guiar más bien por sus criterios en cuanto a si las acciones ordinarias han avanzado lo suficiente como para justificar llevarse su beneficio. Si embargo, cuando la compra se hace principalmente como inversión segura de bonos, entonces el límite en la

cantidad de beneficio que puede esperarse con una actitud prudente entra directamente en acción. Por las razones enumeradas anteriormente, el comprador conservador de emisiones preferentes no las conservará normalmente más que a un 25 a 35% de aumento. Eso significa que una operación de inversión realmente lograda en el terreno convertible no abarca un período largo de tiempo, de modo que estas emisiones deben adquirirse teniendo en cuenta la posibilidad de conservarlas a largo plazo, pero con la esperanza de que el beneficio potencial llegue relativamente pronto.

Lo expuesto anteriormente nos lleva a la afirmación de otra norma de inversión:

En el caso habitual, el inversor no debe convertir un bono convertible. Debe retenerlo o venderlo.

Es cierto que el objeto del privilegio es efectuar la conversión cuando parece rentable. Si el precio del bono aumenta considerablemente, su rentabilidad actual caerá hasta una cifra poco atractiva, y con frecuencia habrá un beneficio considerable en ingresos que se materializará a través de su intercambio por acciones. No obstante, cuando el inversor cambia el bono por acciones, abandona su prioridad y el derecho no calificado sobre el capital y los intereses sobre el cual se basaba originariamente su adquisición. Si una vez hecha la conversión las cosas se tuercen, sus participaciones pueden bajar de valor hasta muy por debajo del coste original de su bono, y perdería no solo sus beneficios, sino también parte de su capital.

Además, corre el riesgo —tanto de un modo general como en los casos concretos— de transformarse de inversor en bonos a especulador en acciones. Hay que reconocer que incluso en un buen bono convertible hay algo insidioso, ya que puede acabar siendo una trampa costosa para el inversor incauto. Para evitar este peligro, hay que adoptar decididamente una actitud conservadora. Una vez que el precio de este bono ha superado la franja de las inversiones, hay que venderlo. Y, lo que es más importante: no hay que considerar este acto como impugnado si posteriormente el bono sube hasta un nivel muy superior. El comportamiento de mercado de la emisión, una vez dentro de la franja especulativa, ya no es problema del inversor, como no lo son tampoco los cambios de precio de cualquier acción especulativa de la que no sepa nada.

Si los inversores en general siguieran el patrón de acción que aquí recomendamos, la conversión de bonos ocurriría solo a través de su

compra para este fin concreto por parte de personas que han decidido independientemente adquirir las acciones ya sea como especulación o como supuesta inversión.²⁵⁴ Los argumentos contra el hecho de que los inversores conviertan las emisiones convertibles se aplican con la misma fuerza contra el hecho de que apliquen avales de compra de acciones vinculadas a bonos adquiridos como inversión.

Una política continuada de inversión en emisiones preferentes requeriría, en condiciones favorables, un reparto de beneficios más bien frecuente y la sustitución por nuevos productos que no se vendieran con una prima excesiva. Más concretamente, un bono comprado a 100 se vendería, por ejemplo, a 125, y luego se sustituiría por otra buena emisión convertible que se pudiera adquirir más o menos por su valor nominal. No es probable que oportunidades satisfactorias de este tipo estén disponibles de manera continua, ni que el inversor disponga de los medios para identificar todas las que están a mano. Pero la tendencia de financiación en estos últimos años ofrece cierta promesa de que determinado número de convertibles muy atractivos pueden volver a aparecer. Después del período 1926-1929, marcado por una inundación de emisiones preferentes casi siempre de mala calidad, y el período 1930-1934, en el cual el énfasis en la seguridad provocó la práctica desaparición de los privilegios de conversión de las nuevas ofertas de bonos, ha habido un movimiento clarísimo del péndulo hacia la parte central, donde a veces se emplean las características participativas para facilitar la venta de ofertas de bonos sólidos.²⁵⁵ La mayor parte de las que se vendieron entre 1934 y 1939, o tenían tipos de interés nominal muy bajos o saltaron inmediatamente a una prima prohibitiva. No obstante, nos inclinamos por la opinión de que el inversor sagaz y cuidadoso tenderá, de nuevo, a encontrar un número razonable de oportunidades atractivas que se presenten en este terreno.

²⁵⁴ En la práctica real, las conversiones son a menudo el resultado de operaciones de arbitraje que incluyen la compra del bono y la venta simultánea de la acción a un precio ligeramente superior que la «paridad de conversión».

²⁵⁵ Para datos relativos a la frecuencia relativa de emisiones preferentes entre 1925 y 1938, véase nota 35 del Apéndice, y la publicación de estadísticas de la SEC a la que nos referimos en la nota 4 de este capítulo.

Capítulo 23

Características técnicas de los productos financieros preferentes

En el capítulo anterior los productos preferentes se han considerado siempre en relación con los principios más amplios de la inversión y la especulación. Desde un punto de vista práctico, para alcanzar un conocimiento adecuado de este grupo de productos, es preciso profundizar un poco más en sus características. Podemos analizarlas desde tres puntos de vista: (1) consideraciones comunes a los tres tipos de privilegio —conversión, participación y suscripción (es decir, *warrant*); (2) méritos relativos de cada tipo en comparación con los demás; y (3) aspectos técnicos de cada tipo, considerados individualmente.²⁵⁶

Consideraciones generalmente aplicables a las emisiones preferentes

El atractivo de una emisión de participación en los beneficios depende de dos grandes factores completamente diferenciados entre sí: (1) las condiciones del pacto y (2) la perspectiva de beneficios a compartir. Para ilustrarlo de una manera sencill

Empresa A

Bono al 4% que se vende a 100
 Convertible en acciones a 50 (i.e., dos part.
 de acciones por un bono de 100 \$)
 Acción vendida a 30

Empresa B

Bono al 4% que se vende a 100
 Convertible en acciones a $33\frac{1}{3}$ (i.e., tres part.
 de acciones por un bono de 100 \$)
 Acción vendida a 30

²⁵⁶ Este tema se trata en una extensión que podría considerarse desproporcionada debido a la importancia creciente de las emisiones preferentes y a la ausencia de una explicación exhaustiva anterior en los libros de texto descriptivos habituales.

Términos del privilegio frente a perspectivas de la empresa. Los *términos* del privilegio de conversión son obviamente más atractivos en el caso del bono B, puesto que las acciones solo han de avanzar un poco más de 3 puntos para asegurar un beneficio, mientras que las acciones A deben avanzar más de 20 puntos para lograr que la conversión sea rentable. Sin embargo, es posible que el bono A acabe siendo una adquisición más ventajosa, puesto que supone que las acciones B no conseguirán subir, mientras que las A doblarán o triplicarán su precio.

Entre los dos factores, sin duda es cierto que es más ventajoso seleccionar la empresa adecuada que la emisión con las condiciones más favorables. Desde luego, no hay una base matemática sobre la que el atractivo de la empresa se pueda comparar con las condiciones del privilegio y un equilibrio entre estos dos elementos de valor totalmente dissociados. Sin embargo, al analizar las emisiones preferentes de grado inversor, las condiciones del privilegio han de centrar la mayor atención, no porque sean más importantes, sino porque son mucho más claras de negociar. Determinar que una empresa resulta más prometedora que otra puede resultar un asunto comparativamente fácil, pero no es en absoluto tan fácil establecer que unas acciones ordinarias a un precio determinado sean preferibles a otras a su precio actual.

Volviendo a nuestro ejemplo, si fuera bastante seguro o incluso razonablemente probable que las acciones A tuvieran más posibilidades de avanzar hasta 50 que las B de avanzar hasta 33, ambas emisiones no cotizarían a 30. Las acciones A, desde luego, se venderían más caras. Lo que queremos mostrar es que el precio de mercado, en general, refleja cualquier superioridad que una empresa haya demostrado con respecto a otra. El inversor que opta por los bonos A porque espera que sus acciones asociadas crezcan mucho más rápido que las B está aplicando un criterio independiente en un terreno que carece de certidumbres y en el que los errores son frecuentes por necesidad. Por este motivo, dudamos de que una política acertada de compra de emisiones preferentes desde el planteamiento de las inversiones pueda basarse principalmente en el punto de vista del comprador respecto de la futura expansión de los beneficios de la empresa. (Al hacer esta afirmación estamos simplemente repitiendo un principio anteriormente expuesto en el ámbito de la inversión de valor fijo.)

Cuando se sigue el planteamiento especulativo, es decir, cuando la emisión se adquiere principalmente como método deseable de adquirir un interés en las acciones, sería bastante lógico asignar un peso dominante al criterio del comprador en cuanto al futuro de la empresa.

Tres elementos importantes. 1. *Extensión del privilegio.* Al examinar los términos de un privilegio de participación en los beneficios parecen intervenir tres elementos, que son:

- a. La extensión de la participación en los beneficios o interés especulativo por dólar de inversión.
- b. La proximidad del privilegio con un beneficio alcanzable en el momento de la compra.
- c. La duración del privilegio.

La cantidad de interés especulativo asociada a un producto financiero sénior convertible o con aval equivale al valor de mercado actual del número de participaciones en acciones cubiertas por el privilegio. Ante la igualdad de otros elementos, cuanto mayor sea la cantidad del interés especulativo por dólar de inversión, más atractivo será el privilegio.

Ejemplos: Rand Kardex 5 1/2s, antes descrito, conllevaba *warrants* para adquirir 22 1/2 participaciones de acciones de clase A inicialmente a 40. El precio actual de las acciones de clase A era de 42. El «interés especulativo» subía a $22\frac{1}{2} \times 42$, o 945 dólares por cada bono de 1.000 dólares.

Reliable Stores Corporation 6s, ofrecido en 1927, comportaba *warrants* para comprar solo 5 participaciones de acciones ordinarias inicialmente a 10. El precio actual de las ordinarias era de 12. De modo que el «interés especulativo» subía a 5×12 , o solo 60 dólares por cada bono de 1.000 dólares.

Intercontinental Rubber Products Co. 7s ofreció un ejemplo extraordinario de un amplio interés especulativo vinculado a un bono. Como resultado de las provisiones peculiares que rodearon a su emisión en 1922, cada título de 1.000 dólares era convertible a 100 participaciones de acciones y también suponía el derecho a comprar 400 participaciones adicionales a 10. Cuando las acciones se vendieron a 10 en 1925, el interés especulativo por título de 1.000 dólares subió a 500×10 , o 5.000 dólares. Si los títulos se hubieran vendido entonces, pongamos, a 120, el interés especulativo habría equivalido al 417% de la inversión en bonos... o setenta veces más que el caso de la oferta de Reliable Stores Corporation.

La importancia práctica de la cantidad de interés especulativo puede ilustrarse mediante la siguiente comparación que refleja los tres ejemplos expuestos anteriormente:

Partida	Reliable Stores 6s	Rand Kardex 5 ¹ / ₂ s	Intercontinental Rubber 7s
Num. part. cubiertas por cada bono de 1.000 \$	5	22 ¹ / ₂	500
Precio base	10,00 \$	40,00 \$	10,00 \$
Aumento valor del bono con el avance de la acción:			
25% sobre precio base	12,50	225,00	1.250,00
50% sobre precio base	25,00	450,00	2.500,00
100% sobre precio base	50,00	900,00	5.000,00

En el caso de los bonos convertibles, el interés especulativo siempre es de 100% del bono en valor nominal cuando las acciones se venden a precio de conversión. De modo que, en estas emisiones, nuestro primer y segundo componentes expresan el mismo hecho. Si un bono que se vende por su valor nominal es convertible en acciones a 50, y si las acciones se venden a 30, el interés especulativo es del 60% del pacto, lo que equivale a decir que el precio actual de la acción será un 60% del necesario antes de que la conversión resulte rentable. Las emisiones de certificados de compra de acciones (*stock-purchase warrants*) no revelan tal relación fija entre la cantidad de interés especulativo y la proximidad de dicho interés con un beneficio alcanzable. En el caso de Reliable Stores 6s, el interés especulativo era muy pequeño pero mostraba un beneficio real en el momento de la emisión, puesto que las acciones se vendían por encima del precio de suscripción.

Importancia del pasivo en buena parte de las participaciones de bajo precio. Podríamos decir, entre paréntesis, que un interés especulativo de un buen número de participaciones que se venden a bajo precio es más atractivo que el de un número menor de participaciones que se venden a un precio más elevado. Eso es así porque las participaciones de bajo precio tienen tendencia a fluctuar dentro de un ámbito porcentual mayor que las acciones de mayor precio. De este modo, si un bono está bien asegurado y a la vez es convertible en muchas participaciones de bajo precio, tendrá unas excelentes posibilidades de obtener un beneficio muy amplio sin estar sujeto al riesgo compensatorio de mayores pérdidas mediante una bajada especulativa en el precio de las acciones.

Por ejemplo, como forma de privilegio, los Ohio Copper Company 7s, con vencimiento en 1931, convertibles en 1.000 participaciones de

acciones que se vendían a 1 dólar, tenían menores posibilidades que los Atchinson, Topeka and Santa Fe Convertible 4 1/2S, con vencimiento en 1948, convertibles en 6 participaciones de acciones ordinarias, que se vendían a 166 2/3, aunque en cada caso, la cantidad de interés especulativo equivalía a 1.000 dólares por bono. Al final, las acciones de Ohio Copper avanzaron desde menos de 1 dólar la participación en 1928 a 4 7/8 en 1929, provocando que el bono valiera cerca del 500% de su valor nominal. Habría sido necesario un aumento en el precio de Atchinson de 166 a 800 para dar el mismo beneficio en los Convertible 4 1/2S, pero el precio más alto que alcanzaron en 1929 no superó los 300.

En el caso de las emisiones participativas, la extensión del interés en la participación de beneficios se hubiera considerado normalmente bajo los términos de la cantidad de ingresos extra que razonablemente se podían obtener como resultado del privilegio. Un pago extra limitado (por ejemplo, Bayuk Cigars, Inc. 7% Preferred, que podrían no recibir más que el 1% adicional) es, por supuesto, menos atractivo que una participación ilimitada (por ejemplo, White Rock Mineral Springs Company 5% Second Preferred, que recibió un total de 26 1/4% en 1930).

2 y 3. *Proximidad y duración del privilegio.* Las implicaciones del segundo y tercer factor al valorar un privilegio resultan enseguida evidentes. Un privilegio que tenga un período largo para recorrer es, en este aspecto, más deseable que otro que caduque al cabo de poco. Cuanto más cerca esté el precio actual de las acciones del nivel al cual la conversión o la suscripción se convierten en rentables, más atractivo será el privilegio. En el caso del rasgo de participación, es igualmente deseable que los dividendos o beneficios actuales sobre las acciones ordinarias estén cerca de la cifra en la que se inicia la distribución adicional de la emisión sénior.

Por «precio de conversión» queremos decir el precio de las acciones ordinarias equivalente a un precio de 100 para la emisión convertible. Si una acción preferente es convertible en 1²h participaciones ordinarias, el precio de conversión de las ordinarias es, por tanto, 60. El término «paridad de conversión» o «nivel de conversión» puede utilizarse para designar el precio de las ordinarias equivalente a una cotización concreta de la emisión convertible, o viceversa. Se puede obtener multiplicando el precio de la emisión convertible por el precio de conversión de las ordinarias. Si la acción preferente que acabamos de mencionar se vende a 90, la paridad de conversión de las acciones ordinarias resulta $60 \times 90\% = 54$. Eso significa que para un comprador de las preferentes a 90, un avance en las ordinarias de más de 54 creará un beneficio alcanzable. Por el contrario, si las ordinarias se vendieron a 66, puede decirse que la paridad de conversión de las preferentes es 110.

La «proximidad» del privilegio puede definirse aritméticamente como el ratio entre el precio de mercado y la paridad de conversión de las acciones ordinarias. En el ejemplo anterior, si las ordinarias se venden a 54 y las preferentes a 110 (equivalente a 66 para las ordinarias), el «índice de proximidad» será $54 / 66$, o 0,82.

Méritos comparativos de los tres tipos de privilegios

Desde el punto de vista teórico, una emisión participativa —sin límites de tiempo ni de cantidad— es el tipo de privilegio de participación en beneficios más deseable. Este pacto permite derivar al inversor el beneficio específico de la participación en los beneficios (es decir, un aumento de sus ingresos) sin modificar su posición original como titular de producto financiero sénior. Estos beneficios se pueden ir recibiendo durante un período largo de tiempo. En cambio, un privilegio de conversión puede aportar unos ingresos mayores solo a través del intercambio real por acciones y, en consecuencia, de la renuncia a la posición sénior. De modo que su ventaja real consiste solo en la oportunidad de ganar un beneficio mediante la venta de una emisión convertible en el momento oportuno. De manera parecida, los beneficios de un privilegio de suscripción se pueden alcanzar de manera prudente solo con la venta de garantías (o con la suscripción y la venta rápida de las acciones). Si las acciones ordinarias se adquieren y se retienen para que generen ingresos permanentes, la operación conlleva el riesgo de dinero adicional sobre una base totalmente distinta a la compra original de la emisión sénior.

Ejemplo de ventaja del privilegio de participación ilimitado. Un ejemplo práctico excelente de las ventajas teóricas asociadas a un producto participativo bien afianzado lo representan los Westinghouse Electric and Manufacturing Company Preferred. Esta emisión da derecho a unos dividendos prioritarios acumulativos de 3,50 dólares anuales (7% sobre 50 dólares de valor nominal) y además participa igualmente por participación con las ordinarias en todos los dividendos pagados por estas últimas que superen los 3,50 dólares. Ya en 1917, Westinghouse Preferred se podía haber comprado a 52 1/2, lo cual representaba una atractiva inversión directa con posibilidades adicionales a través de su rasgo participativo. En los quince años posteriores a 1932, se desembolsó un total de unos 7 dólares por participación en dividendos adicionales por encima del 7% básico. Mientras tanto surgió la oportunidad de vender de manera muy ventajosa (con el precio máximo de 284 en 1929), lo cual correspondía a las posibilidades de mejora de una emisión convertible o garantizada por suscripción. Si las acciones no se vendían, el beneficio,

naturalmente, se perdía en el posterior declive del mercado. Sin embargo, la posición original del inversor permanecía intacta, puesto que en el punto más bajo de 1932 la emisión pagaba todavía el dividendo del 1% y se vendió a 52 1/2... aunque las acciones ordinarias habían pasado por alto sus dividendos y habían caído a 15 ⁵/8.

En este ejemplo, el inversor pudo participar en los beneficios extraordinarios de las acciones ordinarias en buenos ejercicios, manteniendo al mismo tiempo su posición preferente, de manera que, cuando llegaran años malos, solo perdería su beneficio temporal. Si la emisión hubiera sido convertible en vez de participativa, el inversor solo hubiera podido recibir unos dividendos más altos realizando la conversión, y luego habría encontrado el dividendo suprimido de sus acciones ordinarias y su valor mermado hasta mucho más abajo que su inversión original.

Emisiones partidpativas en desventaja por lo que respecta al mercado. Pese a que, desde el punto de vista de una cartera inversora a largo plazo, las emisiones participativas son teóricamente las más deseables, durante una fuerte subida del mercado pueden comportarse de una manera algo menos satisfactoria que las emisiones convertibles o garantizadas por suscripción. Durante un período de ese tipo, un producto participativo sénior puede venderse con regularidad por debajo de su precio comparativo adecuado. En el caso de Westinghouse Preferred, por ejemplo, su precio durante 1929 fue normalmente de entre 5 y 10 puntos menos que el de las acciones ordinarias, aunque su valor intrínseco por participación no pudiera ser menor que el de las acciones júnior.²⁵⁷

El motivo de este fenómeno es el siguiente: el precio de las acciones ordinarias lo determinan en buena parte los especuladores interesados básicamente en obtener un beneficio rápido, para lo cual necesitan un mercado activo. Las acciones preferentes, si se sostienen fuertemente, quedan relativamente inactivas.

En consecuencia, los especuladores están dispuestos a pagar varios puntos más por una emisión inferior de ordinarias simplemente porque pueden comprarse y venderse más rápidamente y porque otros especuladores también están dispuestos a pagar más por ellas.

La misma anomalía surge en el caso de acciones ordinarias con derecho a voto, comparadas con la más activa emisión sin derecho a voto de la

²⁵⁷ En 1929 y 1930, en el caso de White Rock Mineral Springs Participadng Preferred y las acciones ordinarias, hubo una discrepancia de precios de este tipo mucho mayor. Debido a la situación del mercado, los titulares de casi todas las acciones participativas preferentes aceptaron una oferta de intercambio por acciones ordinarias, aunque eso no les supusiera ninguna ganancia en ingresos y, en cambio, sí la pérdida de su posición sénior.

misma empresa. American Tobacco B y Liggett and Myers Tobacco B (ambas sin derecho a voto) se han estado vendiendo durante muchos años más caras que las acciones con derecho a voto. Una situación parecida existió con anterioridad con las dos emisiones ordinarias de Bethlehem Steel, Pan American Petroleum y otras.²⁵⁸ En el mercado financiero suele ser cierto el principio paradójico de que, en ausencia de una demanda especial, la escasez relativa es probable que provoque un precio más bajo que alto.

En casos como Westinghouse y American Tobacco, la política corporativa adecuada consistiría en extender al titular de la emisión intrínsecamente más valiosa el privilegio de intercambiarlo por una emisión más activa pero intrínsecamente inferior. La empresa White Rock hizo realidad este cambio. Aunque los titulares de la preferente participativa cometieran el error de aceptar esta oferta, no pueden oponerse a que se lleve a cabo, y los accionistas de ordinarias pueden ganar, pero no perder, a través de su aceptación.

Comportamiento relativo del precio de emisiones convertibles y con *warrants*. Desde el punto de vista del comportamiento en condiciones de mercado favorables, los mejores resultados los obtienen los titulares de productos sénior con *warrants* con opción de compra separables.

Para ilustrar este punto compararemos ciertas relaciones de precios observadas en 1929 entre cuatro emisiones preferentes y las correspondientes acciones ordinarias. Las emisiones son las siguientes:

1. Mohawk Hudson Power Corporation 7% Second Preferred, con *warrants* para comprar 2 participaciones de ordinarias a 50 cada participación o preferente.
2. White Sewing Machine Corporation 6% Debentures, con vencimiento en 1936, con *warrants* para comprar 2¹/₂ participaciones de acciones ordinarias por cada 100 dólares de bono.
3. Central States Electric Corporation 6% Preferred, convertible en acciones ordinarias a 118 dólares por acción.
4. Independent Oil and Gas Company Debentures 6s, con vencimiento en 1939, convertible en acciones ordinarias a 32 dólares por acción.

²⁵⁸ La amplia y sostenida diferencia entre los precios de mercado de las acciones ordinarias de R. J. Reynolds Tobacco y sus acciones de Clase B reside en la circunstancia especial de que los directivos y los empleados de la empresa que poseen las acciones ordinarias disfrutaban de ciertas ventajas de participación en los beneficios que no tienen los titulares de las acciones de Clase B. En el NYSE ya no cotizan las acciones sin derecho de voto, ni tampoco pueden ser emitidas en las reorganizaciones que contempla el Cap. X de la Bankruptcy Act de 1938.

La tabla siguiente muestra de manera evidente que en el mercado especulativo, las emisiones con *warrants* de compra tienen tendencia a vender con grandes primas con respecto al precio de las acciones ordinarias, y que estas primas son mucho mayores que en el caso de emisiones convertibles con una situación similar.

Emisión sénior	Precio mercado ordinarias	Conversión precio suscripción ordinarias	Precio emisión sénior	Valor obtenible de emisión basado en privilegio (conversión o paridad de suscripción)	Cifra por la que emis. sénior se vende por encima valor nominal, («prima») puntos
Mohawk Hudson 2d Pfd	52 1/2	50	163*	105	58
White Sewing Machine 6s	39	40	123 1/2†	97 1/2	26
Central States Electric Pfd	116	118	97	98	-1
Independent Oil & Gas 6s	31	32	105	97	8

* Consistente en 107 para las acciones ordinarias, *exwarrants*, más 56 por los *warrants*.

† Consistente en 98 1/2 por los bonos, *exwarrants*, más 25 por los *warrants*.

Ventaja de la posibilidad de separar el componente especulativo.

Esta ventaja de las emisiones *subscription warrant* se debe en buena parte al hecho de que su componente especulativo (es decir, el propio *subscription warrant*) se puede separar totalmente de su componente de inversión. Los especuladores buscan siempre la oportunidad de ganar grandes beneficios mediante un pequeño compromiso en efectivo. Esto es una característica distintiva de los *warrants* de las *stock options* como se mostrará detalladamente cuando tratemos estos instrumentos. En un mercado al alza, por lo tanto, los especuladores puján por los *warrants* asociados a estas emisiones preferentes, y por lo tanto venden por separado a un precio considerable, aunque puedan no tener un valor ejecutable de inmediato. Estos especuladores prefieren comprar los *option warrants* que comprar un bono convertible equivalente, porque este último requiere una inversión en efectivo mucho mayor por cada participación en acciones ordinarias implicada.²⁵⁹ Se deduce, por lo tanto, que

²⁵⁹ Adviértase que los Independent Oil and Gas *bonds* representaban un compromiso de 33,60 dólares por participación ordinaria, mientras que los White Sewing Machine *warrants* implicaban un compromiso de solo 10 dólares por participación en acciones ordinarias. Pero los primeros significaban la propiedad de una prioridad fija o de una participación de acciones, mientras que los segundos suponían solo el derecho a comprar una participación de acciones a un precio por encima del mercado.

los valores de mercado separados de los bonos más el *option warrant* (que se combinan para que el precio del bono sea «con *warrants*») pueden superar considerablemente la cotización individual de una emisión convertible bastante parecida.

Segunda ventaja de las emisiones con *warrants*. Las emisiones *subscription warrant* tienen un segundo punto de superioridad con respecto a las emisiones rescatables. Un derecho reservado por la corporación para liquidar una emisión antes de vencimiento debe considerarse «en general» una desventaja para el titular» puesto que, presumiblemente, se ejercerá solo cuando beneficie al emisor, lo que significa que, de lo contrario, el producto se venderá por un precio superior al precio al contado.²⁶⁰ Una emisión rescatable, salvo que tenga una prima muy alta, puede viciar por completo el valor de un privilegio de participación, porque con dicha emisión habría peligro de liquidación tan pronto como la empresa fuera lo bastante próspera como para colocar la emisión alineada en distribuciones adicionales.²⁶¹ En algunos casos, las emisiones participativas que son rescatables son también convertibles, con el fin de darles la oportunidad de beneficiarse de cualquier aumento rápido en el precio de mercado de las ordinarias que pueda haber ocurrido desde el momento de la liquidación. (Véanse como ejemplos: National Distillers Products Corporation 2,50 dólares Cumulative Participating Convertible Preferred;²⁶² Kelsey Hayes Wheel Company 1,50 dólares Participating Convertible Class A Stock.) Los bonos participativos tienen, por lo general, limitado el derecho a participar en las ganancias extraordinarias y son liquidables ordinariamente. (Véase White Sewing Machine Corporation Participating Debenture 6s, con vencimiento en 1940; United Steel Works Corporation Participating 6¹/₂S, Serie A, con vencimiento en 1947, ninguno de ellos convertibles.) A veces las emisiones participativas

²⁶⁰ El rasgo de rescatable puede ser —y ha sido últimamente— un elemento desfavorable de gran importancia hasta en bonos directos no convertibles.

En unos pocos casos, este rasgo funciona a favor del titular, facilitando una nueva financiación que implica la amortización de la emisión anterior a un precio por encima del anterior de mercado. Pero se podrían obtener los mismos resultados, si no existiera el derecho de cancelación, mediante una oferta de «comprar» el producto. Sucedió en el caso de United States Steel Corporation 5s, con vencimiento en 1951, que no eran liquidables pero se compraron a 110.

²⁶¹ Dewing cita el caso de Union Pacific Railroad-Oregon Short Line Participating 4s, emitidos en 1903, que estaban garantizados por el aval de las acciones de Northern Securities Company. Los titulares de bonos tenían derecho a participar en todos los dividendos que superaran el 4% declarado sobre la fianza depositada. Los bonos fueron liquidados a 102 1/2 justo en el momento en que las distribuciones participativas parecían a punto de ocurrir. Véase Arthur S. Dewing, *A Study of Corporation Securities*, p. 328, Nueva York, 1934.

²⁶² Coincidiendo con la subida de las acciones ordinarias de 16⁷/₈ a 124⁷/₈ en 1933, todas las National Distillers Preferred Stock se convirtieron en ese mismo año. Casi todas las conversiones estuvieron precipitadas por un cambio en la tasa de conversión posterior al 30 de junio de 1933. La pequeña diferencia fue convertida como resultado de la liquidación de la emisión a 40 y el dividendo en agosto.

se protegen contra las pérdidas a través de la amortización, estableciendo el precio de liquidación en una cifra muy alta. Algo similar se intentó en el caso de San Francisco Toll Bridge Company Participating 7s, con vencimiento en 1942, liquidables a 120 hasta el 1 de noviembre de 1933, y a precios menores a partir de esta fecha. Celluloid Corporation Participating Second Preferred era liquidable a 150, mientras que Celanese Corporation Participating First Preferred no era liquidable.

Otra maniobra para impedir viciar el privilegio de participación con amortizaciones es hacer que la emisión sea liquidable a un precio que pueda ser directamente dependiente del valor del privilegio de participación. Por ejemplo, Siemens and Halske Participating Debentures, con vencimiento nada menos que en 2930, son liquidables a partir del 1 de abril de 1942, *al precio medio de mercado de la emisión durante los seis meses anteriores a la comunicación de la cancelación, pero nunca a menos del precio original de la emisión* (que fue superior al 230% del valor nominal). Los Kreuger and Toll 5% Participating Debentures tenían provisiones parecidas.

Incluso en el caso de una emisión convertible, su característica reembolsable es técnicamente un grave impedimento porque puede actuar reduciendo la duración del privilegio. Es posible que un bono convertible pueda cancelarse justo cuando el privilegio está a punto de adquirir valor real.²⁶³

Sin embargo, en el caso de las emisiones con *stock-purchase warrants*, el privilegio de suscripción cumple casi invariablemente con su plazo, aunque la propia emisión sénior pueda ser amortizada antes de su vencimiento. Si el *warrant* es separable, sencillamente continúa su existencia por separado hasta su propia fecha de caducidad. A menudo, el privilegio de suscripción se hace «no separable», es decir, solo se puede ejercer mediante la presentación de la emisión sénior. Sin embargo, aun en estos casos, si la emisión ha de ser amortizada antes del vencimiento del

²⁶³ Este peligro se evitó en el caso de Atchinson, Topeka and Santa Fe Railway Convertible 4 1/2s, con vencimiento en 1948, permitiendo que la emisión fuera cancelada solo después del vencimiento del privilegio de conversión en 1938. (Por otro lado, Affiliated Fund Secured Convertible Debentures son cancelables por su valor nominal en cualquier momento, avisando con una antelación de treinta días, permitiendo en efecto a la empresa destruir cualquier posibilidad de aprovechar el privilegio de conversión.)

Otro sistema de protección empleado últimamente es dar al titular de una emisión convertible un *stock-purchase warrant*, en el momento en que la emisión es amortizada, dándole el derecho a comprar el número de participaciones de acciones ordinarias que habría recibido al hacer la conversión si la emisión sénior no hubiera sido amortizada. Véase Freeport Texas Company 6% Cumulative Convertible Preferred, emitido en enero de 1933; United Biscuit 1% Preferred, convertible en 2 1/2 participaciones de acciones ordinarias, es cancelable a 110; pero si se cancelaba antes de 31 de diciembre de 1935, el titular tenía la opción de llevarse 100 dólares en efectivo, más un *warrant* para comprar 2 1/2 participaciones de acciones ordinarias a 40 hasta el 1 de enero de 1936.

periodo de opción de compra, lo habitual es dar al titular un *warrant* separado que incluya el balance del período establecido inicialmente.

Ejemplo: Antes del 1 de enero de 1934, la United Aircraft and Transport Corporation tenía pendientes 150.000 participaciones de acciones Cumulative Preferred 6%. Estas participaciones llevaban *warrants* no separables por cada participación de acciones ordinarias a 30 dólares la participación, por cada 2 participaciones de acciones preferentes conservadas. El privilegio de suscripción iba a durar hasta el 1 de noviembre de 1938 y estaba protegido, de acuerdo con una provisión, por la emisión de un *warrant* separado que ponía en evidencia el mismo privilegio por participación en caso de que la acción preferente se amortizara antes del 1 de noviembre de 1938. Parte de las acciones preferentes fueron liquidadas por amortización el 1 de enero de 1933, y se emitieron los consiguientes *warrants* separados a sus titulares. (Al cabo de un año se cancelaron los restos de la emisión y se emitieron *warrants* adicionales.)

Tercera ventaja de las emisiones con *warrants*. Las emisiones de *warrant* tienen todavía una tercera ventaja sobre otros productos preferentes, y desde el punto de vista práctico, es probablemente la más importante. Vamos a ver las diversas conductas que pueden adoptar los titulares de cada tipo en el caso favorable de que la empresa prospere, de que se pague un alto dividendo sobre las acciones ordinarias y de que estas se vendan a un precio alto:

1. Titular de una emisión participativa:
 - a. Puede vender sacando un beneficio.
 - b. Puede conservar y recibir unos ingresos de participación.
2. Titular de una emisión convertible:
 - a. Puede vender sacando un beneficio.
 - b. Puede conservar pero sin recibir beneficio del alto dividendo de las ordinarias.
 - c. Puede convertir para asegurar unos ingresos mayores, pero sacrificando su posición sénior.²⁶⁴
 - d. Puede deshacerse de sus *warrants* a cambio de un beneficio en

264 Titular de una emisión con *stock-purchase warrants*:

- a. Puede vender obteniendo un beneficio.
- b. Puede conservar pero sin recibir beneficio del alto dividendo de las ordinarias.
- c. Puede suscribirse a las ordinarias para recibir un alto dividendo. Puede invertir capital nuevo, o puede vender o aplicar sus ex *warrants* de producto para disponer de fondos para pagar las acciones ordinarias. En cualquier caso, corre el mismo riesgo que un accionista ordinario para recibir un dividendo alto.

efectivo y conservar su producto original, sin *warrants*. (Eí *warrant* se puede vender directamente o puede suscribirse a las acciones, e inmediatamente venderlo al beneficio indicado en el momento.)

La cuarta opción citada arriba es específica de una emisión de *warrants* y no tiene equivalente en productos convertibles o participativos. Permite al titular cobrar sus ganancias del componente especulativo de la emisión y seguir conservando su posición original de inversión. Puesto que el comprador típico de una emisión está interesado básicamente en hacer una inversión sólida —con una oportunidad secundaria de aprovechar el privilegio— esta cuarta posibilidad de acción puede acabar siendo muy conveniente. No tiene la necesidad de vender todo el compromiso, como la tendría si tuviera un convertible, que entonces le obligaría a encontrar un nuevo vehículo para los fondos implicados. La reticencia a vender una cosa buena y comprar otra, que caracteriza al inversor típico, es uno de los motivos por los que los titulares de convertibles de alto precio están más dispuestos a convertirlos que a deshacerse de ellos. También en el caso de las emisiones participativas, el propietario solo puede proteger el beneficio de su capital vendiendo, creando así un nuevo problema de reinversión.

Ejemplo: La ventaja teórica y práctica de las emisiones *subscription warrant* a este respecto puede ilustrarse mediante el caso de las Commercial Investment Trust Coorporation 672% Preferred. Fueron emitidas en 1925 con *warrants* de compra de acciones ordinarias a un precio inicial de 80 dólares la participación. En 1929, los *warrants* se vendieron a un precio máximo de 69,50 dólares por participación en acciones preferentes. De este modo, el titular de esta emisión podía vender su componente especulativo a un precio alto y conservar su compromiso original de acción preferente, que mantuvo una posición de inversión durante toda la crisis hasta que fue finalmente cancelado para su amortización a 110, el 1 de abril de 1933. En el momento de la liquidación, la acción ordinaria se estaba vendiendo al equivalente de unos 50 dólares por cada acción antigua. Si las acciones preferentes hubieran sido convertibles, en vez de llevar *warrants*, muchos de los titulares se hubieran sentido impulsados a convertir y conservar las acciones ordinarias. En lugar de obtener un amplio rendimiento neto se habrían enfrentado a unas pérdidas considerables.

Conclusión. Para resumir este apartado, podemos decir que, para *una cartera de largo plazo*, una emisión participada va sólida representa la mejor forma de privilegio de participación de beneficios. Desde el punto de vista de subida de precio máxima en condiciones de mercado favorables, lo que probablemente dé el mejor resultado será una emisión sénior con *stock-purchase warrants* separables. Además, las emisiones de

subscription-warrant como categoría tienen claras ventajas, en el sentido de que el privilegio no acostumbra a estar sujeto a restricciones por una liquidación anticipada del producto, y en que permiten la obtención de un beneficio especulativo mientras conservan su posición original de inversión.

Capítulo 24

Aspectos técnicos de las emisiones convertibles

El tercer apartado del tema de las emisiones preferentes tiene relación con los aspectos técnicos de cada tipo, analizados por separado. Hablaremos primero de las emisiones convertibles.

Las condiciones efectivas de un privilegio de conversión están a menudo sujetas a cambios durante la vida de la emisión. Estos cambios son de dos tipos: (1) un descenso en el precio de conversión, para proteger al titular de la «dilución»; y (2) un aumento en el precio de conversión (de acuerdo normalmente con el pacto de la «escala de caída») a beneficio de la empresa.

Cláusulas de dilución y antidilución. Se dice que el valor de una acción ordinaria está diluido si hay un aumento en el número de participaciones sin el consecuente aumento en activos y en poder de beneficio. La dilución puede surgir a través de divisiones, dividendos de acciones, ofertas de derechos de suscripción a bajo precio, y la emisión de acciones de propiedades o servicios con una baja valoración por participación. Las provisiones «antidilución» habituales de una emisión convertible tratan de reducir el precio de conversión proporcionalmente a cualquier descenso en el valor por acción que surja a través de cualquier acto de dilución.

El método se puede expresar mediante una fórmula, en la que C es el precio de conversión, O el número de acciones ahora en circulación y P el precio al que se van a emitir.

Así,

$$C' \text{ (el nuevo precio de conversión)} = \frac{CO + NP}{O + N}$$

La aplicación de esta fórmula a Chesapeake Corporation Convertible Collateral 5s, con vencimiento en 1947, aparece en la nota 36 del

Apéndice. Un ejemplo más sencillo de un ajuste antidilución lo ofrece el Central States Electric Corporation 6% Convertible Preferred al que antes hemos hecho referencia. Después de su emisión en 1928, las acciones ordinarias recibieron sucesivos dividendos de acciones del 100 y el 200%. El precio de conversión se recortó, primero a la mitad (de 118 a 59 dólares por participación) y luego otra vez a dos tercios (a 19,66 dólares por participación).

Una provisión mucho menos frecuente se limita a reducir el precio de conversión a cualquier cifra menor a la cual se puedan emitir las nuevas acciones. Esto es, por supuesto, más favorable para el titular de la emisión convertible.'

Protección incompleta de la dilución. Pese a que ahora prácticamente todas las emisiones convertibles disponen de provisiones antidilución, ha habido excepciones.^{265 266} De hecho, un comprador potencial ha de asegurarse que la emisión que está estudiando goza de esta protección.

Hay que tener en cuenta que el efecto de estas provisiones es proteger solo el capital o valor nominal de la emisión preferente de la dilución. Si una convertible se vende muy por encima del valor nominal, la prima seguirá estando sujeta a perjuicios a través de emisiones adicionales de acciones o de un dividendo especial. Una ilustración sencilla ayudará a aclararlo.

Un bono es convertible en acción, par a par. Están presentes las habituales cláusulas antidilución. Tanto el bono como la acción se venden a 200.

Los accionistas reciben el derecho a comprar nuevas acciones, participación por participación, a su valor nominal (100 dólares). Este derecho tendrá un valor de 50 dólares por participación, y la nueva acción (o la vieja «ex-derecho») valdrá 150. No se aplicará ningún cambio a la base de conversión, porque la nueva acción no se emite por debajo del antiguo precio de conversión. Sin embargo, el efecto de ofrecer estos derechos ha de ser atraer la conversión inmediata de los bonos, puesto que de lo contrario perderían el 25% de su valor. Como la acción solo valdrá 150 «ex-derecho», en vez de 200, el valor de los bonos no convertidos caerá proporcional mente.

Lo expuesto anteriormente indica que, cuando se crean una prima o beneficio de mercado cuantiosos para una emisión preferente, la situación es vulnerable a los cambios repentinos. Pese a que la acción inmediata

²⁶⁵ Véase en nota 37 del Apéndice, el ejemplo (Consolidated Textile Corporation 7s, con vencimiento en 1923).

²⁶⁶ Véase en nota 38 del Apéndice, el ejemplo (American Telephone and Telegraph Company Convertible 4 1/2S, con vencimiento en 1933).

evitará siempre las pérdidas a través de estos cambios, su efecto es dar siempre por cerrada la vida efectiva del privilegio.²⁶⁷ El mismo resultado se producirá, obviamente, en el caso de la liquidación de una emisión preferente para su amortización a un precio inferior a su entonces valor de conversión.

Cuando el número de acciones se reduce mediante una recapitalización, es habitual aumentar proporcionalmente el precio de conversión. Tales medidas de recapitalización incluyen los aumentos en valor nominal, las «divisiones inversas» (por ejemplo, la emisión de una acción no-par en lugar de, por ejemplo cinco acciones de las antiguas), y los intercambios de las antiguas acciones por menos participaciones nuevas mediante la consolidación con otra empresa.^{268 269}

Escalas de bajada diseñadas para acelerar la conversión. Las provisiones que acabamos de comentar están orientadas a mantener equitativamente la base original de la conversión en caso de cambios de capitalización posteriores. Una «escala de bajada» pactada se aplica claramente para reducir el valor del privilegio a medida que pasa el tiempo. El objetivo subyacente es acelerar la conversión o, en otras palabras, reducir la duración efectiva y, por lo tanto, el valor real de la opción. Obviamente, cualquier disminución en el valor del privilegio para sus receptores ha de beneficiar como corresponde a los donantes del privilegio, que son los accionistas ordinarios de la empresa.

Los términos más habituales de una escala de bajada marcan una serie de aumentos en el precio de conversión en períodos sucesivos de tiempo. Una variación más reciente hace que el precio de conversión aumente tan pronto como se haya cambiado cierta parte de la emisión.

Ejemplos. American Telephone and Telegraph Company Ten-year Debenture 4¹/₂S, con vencimiento en 1929, se hicieron convertibles a acciones ordinarias a 180 dólares por participación en 1930, a 190 dólares por participación en 1931 y 1932, y a 200 dólares por participación entre 1933 y 1937, inclusivos. Estos precios se redujeron luego con la emisión de acciones adicionales a 100 dólares, de acuerdo con la provisión

²⁶⁷ Para protegerse contra esta forma de dilución, los titulares de emisiones convertibles obtienen a veces el derecho de subscribirse a cualquier nueva oferta de acciones ordinarias con la misma base que si fueran propietarios de la cantidad de participaciones ordinarias a las que su cartera se puede convertir. Véanse las cláusulas que aseguran los New York, New Haven and Hartford Railroad Company Convertible Debentures 6s, con vencimiento en 1948, y Commercial Investment Trust Corporation Convertible Debentures 5 Vas, con vencimiento en 1949.

²⁶⁹ Véase en nota 39 del Apéndice, el ejemplo de Dodge Brothers Convertible Debenture 6s, con vencimiento en 1940.

⁵ Véanse de la edición de 1934 (solo disponible en inglés) de esta obra para una muestra más detallada de un historial similar de Engineers Public Service Company dólares

antidilución estándar.

Anaconda Copper Mining Company Debenture 7\$, con vencimiento en 1938, fueron emitidos en una cantidad de 50.000.000 de dólares. Los primeros 10.000.000 de dólares presentados eran convertibles en acciones ordinarias a 35 dólares por participación; los segundos 10.000.000 de dólares eran convertibles a 56 dólares; los terceros a 59 dólares; los cuartos a 62 dólares, y el lote final a 65 dólares. Una emisión de 8.000.000 de dólares de Hiram Walker-Goderham and Worts 4 1/2\$, con vencimiento en 1945, fue convertible del siguiente modo: a 40 dólares la acción el primer bloque de bonos de 2.000.000 de dólares; a 45 dólares la acción el siguiente bloque de 2.000.000 de dólares; el tercero a 55 dólares y el último a 60 dólares.

Escala de bajada basada en intervalos de tiempo. El anterior tipo de escala, basada en intervalos de tiempo, es un método fácilmente comprensible para reducir la libertad de un privilegio de conversión. Su efecto se puede enseñar en el caso de Porto Rican-American Tobacco Company 6s, con vencimiento en 1942. Eran convertibles en acciones de Congress Cigar Company, Inc. a 80 dólares por acción antes del 2 de enero de 1929, a 85 dólares durante los tres años siguientes y a 90 dólares a partir de entonces. Durante 1928, el precio máximo alcanzado por Congress Cigar fue de 8774, que era solo una pequeña prima por encima del precio de conversión. Sin embargo, una serie de accionistas fueron inducidos a convertir antes de finalizar el año debido a la inminente subida en la base de conversión. Estas conversiones demostraron ser una mala maniobra, puesto que en 1929 el precio de las ordinarias cayó a 43, en comparación con un mínimo de 89 de los bonos. En este ejemplo, el cambio adverso en la base de conversión no solo significó un menor beneficio potencial para los que retrasaron la conversión hasta después de 1928 sino que también significó un riesgo de grave pérdida por haber inducido a la conversión en un momento poco oportuno.

Escala de bajada basada en el privilegio de extensión. Sin embargo, el segundo método, basado en las cantidades convertidas, no tiene unas implicaciones tan sencillas. Puesto que da ventaja al primer lote de bonos convertidos sobre los siguientes, es obvio que proporciona un estímulo competitivo a la conversión temprana. Al hacerlo, crea un conflicto en la mente del titular entre el deseo de conservar su posición sénior y el temor a perder la base de conversión más favorable a través de la acción anterior de otros titulares de bonos. Este temor a que se le adelanten provocará normalmente conversiones en masa tan pronto como las acciones suban un poco por encima del precio de conversión inicial; es decir, tan pronto como el bono valga un poco más que su coste original. Por lo tanto, el precio de la emisión sénior debe oscilar por una franja relativamente

estrecha, mientras que las acciones ordinarias suben y los bloques sucesivos de bonos se van convirtiendo.

Ejemplo: La secuencia de acontecimientos que hay que esperar normalmente se muestra bastante bien mediante la acción de mercado de Hiram Walker- Goderham and Worts Convertible 4 1/2S descrito en la página anterior. Los bonos, emitidos en 1936 a su valor nominal, oscilaron en precio entre 100 y 111 1/4 de 1936 a 1939. Durante el mismo periodo, las acciones se movieron entre 26 1/8 y 54. Si el precio de conversión inicial de 40 de las acciones se hubiera mantenido durante todo el periodo, los bonos tendrían que haberse vendido al menos a 135 cuando las acciones se vendieron a 54. Pero, a medida que las acciones subían, se iban convirtiendo bloques sucesivos de bonos (en parte por el ímpetu de las sucesivas amortizaciones de partes de la emisión), animando así el aumento de los precios de conversión hasta que se alcanzó el nivel de 55 dólares en 1937. En consecuencia, los bonos no subieron acompasadamente con el aumento del precio de las acciones.²⁷⁰

Cuando se alcanza el último bloque bajo tal escala de bajada, el elemento competitivo desaparece, y el bono o acción preferente está entonces en la posición de una convertible ordinaria, libre de subir indefinidamente con las acciones.

Hay que señalar que las emisiones con tal provisión de escala de bajada no siempre siguen este patrón teórico de comportamiento. Los Anaconda Copper Company Convertible 7s, por ejemplo, se vendieron de hecho con una prima alta (del 30%) en 1928, antes de que se agotara el primer bloque. Este parece haber sido uno de los incidentes anómalos del ambiente altamente especulativo de aquellos momentos.²⁷¹ Desde el punto de vista del análisis crítico, un convertible de este tipo ha de considerarse que tiene unas posibilidades muy limitadas de mejora hasta que las acciones ordinarias se acercan al último y más alto precio de conversión.²⁷²

El privilegio de escala de bajada sobre una base de bloques pertenece a la categoría dudosa de sistemas que tienden a confundir al titular de productos financieros respecto de la verdadera naturaleza y valor de lo que posee. La presión competitiva para aprovechar una oportunidad limitada

²⁷⁰ Convertible Preferred en 1928-1929.

²⁷¹ El tamaño de la prima se debió en parte a la alta rentabilidad. Sin embargo, los bonos eran liquidables a 110, un punto que el mercado ignoró.

²⁷² En algunos casos (por ejemplo, Porto Rican-American 6s, antes mencionado, e International and Power Company First Preferred), el privilegio de conversión cesa totalmente una vez ha sido convertida cierta fracción de la emisión. Eso mantiene el factor competitivo durante toda la vida del privilegio y, en teoría, debe evitar que jamás llegue a tener un valor sustancial.

introduce un elemento de compulsión en el ejercicio del derecho de conversión que se opone directamente a esa libertad de elección durante un tiempo razonable que es el mérito esencial de tal privilegio. No parece haber motivos para que los banqueros introduzcan un elemento tan engañoso y contradictorio en un producto financiero. Una práctica razonable dictaría su total abandono o, en cualquier caso, la tendencia a evitar estas emisiones por parte de los inversores inteligentes.

Emisiones convertibles en acciones preferentes. Muchas emisiones de bonos habían sido antes convertibles en acciones preferentes. Habitualmente, se ofrecía algún aumento de la rentabilidad para que la provisión pareciera atractiva. (Como ejemplos, Missouri-Kansas-Texas Railroad Company Adjustment 5s, con vencimiento en 1967, convertibles antes del 1 de enero de 1932 en acciones preferentes de 7 dólares; Central States Electric Corporation Debenture 5s, con vencimiento en 1948, convertibles en acciones preferentes de 6 dólares; G. R. Kinney Company Secured 7 1/2s y con vencimiento en 1936, convertibles en acciones preferentes de 8 dólares; American Electric Power Corporation 6s, con vencimiento en 1957, convertibles en acciones preferentes de 7 dólares.)

Ha habido casos en los que un beneficio relativo se ha alcanzado mediante un derecho de conversión, pero la limitación por arriba en el valor de mercado de las acciones ordinarias preferentes tiene tendencia a mantener los beneficios máximos de tal privilegio a una ciffa moderada. Además, como el comportamiento de los últimos años han hecho que las acciones preferentes, en general, parecieran mucho menos atractivas que antes, el derecho a convertir, por ejemplo, un bono al 4% en un preferente al 5% es probable que acabe constituyendo más un riesgo para los incautos que un aliciente para el inversor atento. Si este último busca convertibles, debe estudiar el mercado exhaustivamente y esforzarse por encontrar una emisión adecuadamente asegurada convertible en acciones ordinarias. En unos pocos casos en los que los bonos se pueden convertir en acciones preferentes, estas son a su vez convertibles en ordinarias o en participaciones equivalentes, y este doble arreglo puede equivaler a la convertibilidad del bono en acción ordinaria. Por ejemplo, International Hydro- Electric System 6s, con vencimiento en 1944, son convertibles en acciones de clase A, lo cual equivale realmente a una acción preferente negociada.

Hay también emisiones de bonos convertibles, ya sea a preferentes o comunes, o a una combinación de ciertas cantidades de cada una.²⁷³

²⁷³ Véase, por ejemplo, los Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad Company Convertible Adjustment Mortgage 5s, Serie A, con vencimiento en enero de 2000. que son convertibles por 5 acciones preferentes y 5 ordinarias. Para otros ejemplos véase el Apéndice de la edición de 1934 de esta obra (solo disponible en inglés).

Aunque cualquier emisión individual de este tipo puede salir bien, en general puede decirse que las provisiones complicadas como estas deben evitarse (tanto por parte de las empresas emisoras como por la de los compradores de productos financieros) porque tienden a crear confusión.

Bonos convertibles a opción de la empresa. La lista inacabable de variaciones en las condiciones de la conversión y otros privilegios desarrollados durante la década de 1920 puso trabas al inversor sin formación para distinguir entre los bonos atractivos, los sencillamente inofensivos y los claramente dañinos. De este modo demostró ser una víctima propiciatoria de las prácticas financieras poco claras que en tiempos pasados podían haber sido consideradas como dudosas debido a su alejamiento de la norma. Como ejemplo de este tipo citamos las distintas Associated Gas and Electric Company «Convertible Obligations» que se volvieron convertibles por sus condiciones en acciones preferentes o de Clase A, a criterio de la empresa. Tal procedimiento no era más que una acción preferente disfrazada de bono. Si los compradores estuvieran totalmente informados de este hecho y estuvieran dispuestos a invertir en acciones preferentes, presumiblemente no tendrían motivo de queja. Sin embargo, no hace falta decir que un artificio de este tipo se presta demasiado rápido al ocultamiento y a posibles malas interpretaciones.²⁷⁴

Bonos convertibles en otros bonos. Hay bonos que son convertibles en otros bonos. El caso más habitual es el de una emisión a corto plazo cuyo titular recibe el derecho a intercambiarlo por un bono a largo plazo de la misma empresa. A menudo, el bono a largo plazo se deposita como producto de fianza del título. (Por ejemplo, Interborough Rapid Transit Company 7s, con vencimiento en 1932, estaban asegurados con el depósito de 1.736 dólares de la misma empresa First and Refunding 5s, con vencimiento en 1966, por cada título de 1.000 dólares, y eran también convertibles en la fianza depositada, siendo la tasa final de 1.000 dólares de 5s por cada 900 dólares de títulos al 7%.) El titular tiene así una opción, ya sea a exigir el repago a una fecha pronta o a trabar un compromiso a largo plazo con la empresa. En la práctica, esto equivale a la oportunidad de obtener un beneficio moderado al vencimiento o antes, en el caso de que la empresa prospere, o que caigan los tipos de interés, o ambas cosas a

²⁷⁴ Estos productos anómalos se llamaban indistintamente «certificados de inversión», o «certificados convertibles de deuda», o «certificados de adjudicación con intereses» u «obligaciones convertibles». En 1932 la empresa impulsó la conversión de la inmensa mayoría de ellos, pero el titular recibió la opción (además de las ya otorgadas según las condiciones de las emisiones) de convertirlos en las igualmente anómalas Obligaciones Convertibles, Series A y B, con vencimiento en 2022, que son igualmente convertibles en acciones a opción de la empresa. A la empresa se le impidió forzar la conversión de unos 17.000.000 dólares de Certificados de Inversión al 5 1/2% después del 15 de noviembre de

la vez.

A diferencia del caso de un bono convertible a acción preferente, cuando un título a corto plazo se convierte en bono a largo plazo suele haber una reducción en el tipo nominal. El motivo es que los títulos a corto plazo se emiten normalmente cuando los tipos de interés, ya sea en general o para la empresa en concreto, se consideran anormalmente altos, de modo que la empresa no está dispuesta a pagar una tarifa tan elevada por un bono a largo plazo. Se espera, por lo tanto, que, cuando se restablezcan las condiciones normales, los bonos a largo plazo se podrán reemitir a una tarifa mucho más baja; por ello, el derecho a intercambiar el título por un bono a largo plazo, incluso si ello implica cierta reducción de los ingresos, puede demostrarse muy valioso.^{275 276}

Bonos convertibles con un valor de mercado original por encima del valor nominal. Una de las evoluciones extraordinarias de la pirotecnia financiera de 1928-1929 fue la oferta de emisiones convertibles con un valor original de mercado muy por encima del valor nominal. Eso queda perfectamente ilustrado en el caso de Atchinson, Topeka and Santa Fe Railway Convertible 4¹/₂S, con vencimiento en 1948, y American Telephone and Telegraph Company Convertible 4 1/2S, con vencimiento en 1939. La cotización inicial de la primera en el New York Curb Market (con una base de «momento de la emisión») en noviembre de 1928 era de alrededor de 125, y la cotización inicial de la segunda en el NYSE (sobre una base «momento de la emisión») el 1 de mayo de 1929 era de 142. Obviamente, la inversión en los bonos a este nivel representaba principalmente un compromiso con las acciones ordinarias, puesto que estaban inmediatamente sujetos a los peligros de una pérdida considerable del valor del capital si las acciones caían. Además, la rentabilidad era, en

1933 mediante una provisión en el contrato de esta emisión que prohibía el ejercicio de la opción de la empresa en caso que los dividendos de \$5.50 Dividend Series Preferred llevaran retraso (no se habían pagado dividendos desde el 15 de junio de 1932).

Resulta interesante señalar que la Pennsylvania Securities Commission prohibió la venta de estas Obligaciones Convertibles en diciembre de 1932 debido a sus dudosas provisiones. La empresa se resistió a la orden de la Comisión en la Corte Federal del Distrito pero luego retiró su apelación (véase 135 *Chronicle* 4383; 136 *Chronicle* 326, 1011).

²⁷⁶ Véanse las siguientes emisiones sacadas del período 1920-1921: Shawinigan Water and Power Company 7¹/₂S Gold Notes, emitida en 1920 y con vencimiento en 1926, convertible a First and Refunding 6s, Serie B, con vencimiento en 1950, que fueron entregados como garantía; San Joaquín Light and Power Corporation Convertible Collateral Trust 8s, emitida en 1920 y con vencimiento en 1935, convertible en la serie garantizada C First and Refunding 6s, con vencimiento en 1950; Great Western Power Company of California Convertible Gold 8s, emitida en 1920 y con vencimiento en 1930, convertible en la garantizada First and Refunding 7s, con vencimiento en 1950.

Otro tipo de conversión bono-a-bono lo representa Dawson Railway and Coal 5s, con vencimiento en 1951, convertibles en El Paso and Southwestern Railroad Company First 5s, con vencimiento en 1965 (la empresa matriz, que a su vez es subsidiaria de Southern Pacific). Tales ejemplos son raros y no invitan a la generalización.

general, demasiado baja para incluirse en nuestra definición de inversión. Pese a que pueda pensarse que los accionistas estaban adquiriendo una inversión normal mediante el ejercicio de su derecho de suscripción a comprar emisiones por su valor nominal, el carácter esencial de su compromiso estaba determinado por el producto al que se estaban suscribiendo. Por este motivo consideramos que tal financiación debe ser condenada, porque bajo la máscara de una inversión atractiva se crea una forma de producto financiero básicamente especulativo.

Característica técnica de algunas emisiones convertibles. Una característica técnica de la emisión convertible de American Telephone and Telegraph merece ser mencionada. Los bonos se hicieron convertibles a 180 pero, en vez de presentar 180 dólares de bonos para obtener una participación de acciones, el titular podía presentar 100 dólares en bonos y 80 dólares en efectivo. El efecto de una opción así es aumentar el valor del bono siempre que la acción se venda por encima de 180 (es decir, cuando el valor de conversión del bono supere 100). Eso se ilustra de la siguiente manera:

Si las acciones se venden a 360, una base directa de conversión de 180 haría que el bono valiera 200, pero, por la provisión que acepta 80 dólares por participación en efectivo, el valor del bono será de $360 - 80 = 280$.

Este acuerdo puede caracterizarse por una combinación de un privilegio de conversión a 180 con un derecho de compra de acciones a 100.

Privilegio de conversión tardío. El privilegio de conversión a veces no es operativo inmediatamente cuando se emite la obligación.

Ejemplos: Eso fue así en el caso de Brooklyn Union Gas Company Convertible 5 1/2S, comentado en la nota 38 del Apéndice. Aunque fueron emitidos en diciembre de 1925, el derecho de conversión no se acumuló hasta el 1 de enero de 1929. De manera parecida, New York, New Haven and Hartford Railroad Company Convertible Debenture 6s, con vencimiento en 1948, aunque fue emitido en 1907, no fue convertible hasta el 15 de enero de 1923: Chesapeake Corporation Convertible 5s, con vencimiento en 1947, fue emitido en 1927 pero no fue convertible hasta el 15 de mayo de 1932.

Lo más habitual es que la suspensión del privilegio de conversión no dure tanto como estos ejemplos indican, pero, en cualquier caso, esta práctica introduce un factor adicional de incertidumbre y tiende a restar valor al privilegio. Este rasgo puede ser, en parte, el responsable del margen diferencial, indicado en la nota 38, del Apéndice, que existió en

1926, 1927 y principios de 1928 entre los Brooklyn Union Gas Company
5 1/2s y sus acciones ordinarias relacionadas

Capítulo 25

Productos financieros preferentes con *warrants*. Emisiones participativas. Gestión de cartera y operaciones de cobertura

Casi todas las variaciones que hallamos entre las emisiones convertibles tienen su equivalente en los términos de *warrants*. El precio de compra de las acciones suele estar sujeto a cambios, subidas o bajadas, correspondientes a las expectativas sobre su precio futuro.

Ejemplo: White Tagle Oil and Refining Company Debenture 5¹/₂S, con vencimiento en 1937, se emitieron en marzo de 1927 e incorporaban *warrants* que otorgaban al titular el derecho a suscribir, hasta el 15 de marzo de 1932, 10 participaciones en el capital de la empresa a los precios siguientes:

- 32 \$ por acción hasta el 15 de marzo de 1928, y luego a
- 34 \$ por acción hasta el 15 de marzo de 1929, y luego a
- 36 \$ por acción hasta el 15 de marzo de 1930, y luego a
- 38 \$ por acción hasta el 15 de marzo de 1931, y luego a
- 40 \$ por acción hasta el 15 de marzo de 1932.

El 27 de enero de 1930, la Standard Oil Company de Nueva York adquirió White Eagle, asumiendo sus deudas y canjeando 8,5 acciones de la Standard Oil Company de Nueva York por cada 10 de White Eagle. De acuerdo con los términos del contrato que protegía los *warrants* contra la dilución y que establecía el reajuste del precio de suscripción en caso de una venta o de una fusión de la empresa, los *warrants* incluidos daban derecho al titular a suscribir 8,5 acciones de Standard Oil Company de Nueva York (hoy Socony-Vacuum Corporation) a 42,35 dólares la acción hasta el 15 de marzo de 1930; a 44,71 dólares al año siguiente, y a 47,06 dólares el otro.

Escalas móviles. Las cláusulas de escalas móviles también se encuentran en las emisiones de *warrant*.

Ejemplos: Interstate Department Stores, Inc., acciones preferentes al 7%, emitidas en 1928, incorporaban *warrants* no separables que daban derecho al propietario a adquirir acciones ordinarias, con una relación de canje paritaria (1 a 1), a los precios siguientes:

37 \$ hasta el 31 de enero de 1929

42 \$ hasta el 31 de enero de 1931

47 \$ hasta el 31 de enero de 1933

Central States Electric Corporation Optional 5 72% bonos con vencimiento en 1954, contenían *warrants* no separables que daban derecho al propietario a adquirir, antes o durante el 15 de septiembre de 1934, 10 acciones ordinarias por cada 1.000 dólares de bonos, a los precios siguientes:

89 \$ por acción por el primer 25% de los *warrants* ejercidos

94 \$ por acción por el siguiente 25% de los *warrants* ejercidos

99 \$ por acción por el siguiente 25% de los *warrants* ejercidos

104 \$ por acción por el siguiente 25% de los *warrants* ejercidos

Como en el caso de los convertibles, una escala móvil basada en el principio de «bloques» resta un valor considerable a las opciones hasta el último bloque, en la lista anterior, el de 104 dólares; es decir, el precio más alto se alcanza en el momento en que se convierte en una opción de compra ordinaria.

Métodos de pago. Los *warrants* con opción de compra (o *warrants call*) vinculados a bonos o a acciones preferentes establecen que el pago de las acciones ordinarias se pueda hacer en efectivo o entregando el propio producto por su valor nominal. Tal acuerdo puede ser directamente equivalente a un privilegio de conversión. Por ejemplo, cada acción de American and Power Second Preferred fue emitida con *warrants* con opción de cuatro acciones ordinarias a 25 dólares la acción. En vez de pagarlas en efectivo, el titular puede ofrecer acciones preferentes a un valor de 100 dólares por acción. Al hacerlo, en realidad está convirtiendo sus acciones preferentes con *warrants* en acciones ordinarias.

De manera similar, los bonos Rand Kardex 5 1/2% descritos en el cap. 22 se podían ofrecer a su valor nominal, en vez de en efectivo, ejercitando los *warrants*. Puesto que los *warrants* asociados a un bono de 1.000

dólares exigían el pago de 900 dólares (22,5 acciones a 40), al propietario de un remanente en bonos de 1.000 dólares que pagara con esta modalidad le quedaría un remanente en bonos de 100 dólares. Estas provisiones eran, por tanto, equivalentes a una convertibilidad del 90% de cada bono en acciones ordinarias.

Ejemplos más recientes de esta forma son Scullin Steel 6s con *warrants*, y Comercial Mackay Income 4s con *warrants*.

Ventaja de la opción de pagar en efectivo. La opción de pagar en efectivo en vez de entregar los productos financieros en cartera ha de considerarse como una ventaja sobre un privilegio directo de conversión. En primer lugar, porque el bono o la acción preferente, ex *warrants*, puede valer más que el valor nominal, aumentando así el beneficio; segundo, porque, como hemos explicado anteriormente, el titular puede alegrarse de conservar su inversión mientras obtiene un beneficio en efectivo en su componente especulativo; y, tercero, porque es probable que el *warrant* se venda por separado a una prima por encima de su valor puramente convertible. Todas estas ventajas están ilustradas a través del Mohawk Hudson Power Corporation Second Preferred con *warrants*, como se muestra en la tabla de la p. 394. Estas acciones podían ofrecerse por su valor nominal, en lugar de en efectivo, ejercitando los *warrants*, adquiriendo así derechos equivalentes a la convertibilidad, pero la enajenación del *warrant* demostró ser mucho más rentable que un privilegio de conversión equivalente.

Separabilidad. Los *warrants* con opción de compra pueden ser separables, no separables o no separables durante cierto período y separables a partir de entonces. Un *warrant* separable puede ejercitarse mediante la presentación del producto de forma separada. Así, puede venderse por separado de la emisión de la cual formaba parte inicialmente. Un *warrant* o derecho no separable puede ejercerse solo en conjunto con la emisión principal; es decir, el bono o acción preferente ha de presentarse físicamente en el momento de hacer el pago de las acciones ordinarias. Así, no se pueden gestionar los *warrants* por separado. Por ejemplo, los *warrants* vinculados a Montecatini 7s, con vencimiento en 1937, y los asociados a Fiat bonos 7s, con vencimiento en 1946, fueron separables inmediatamente después de su emisión. Los asociados Loews, Inc., a 6,50 dólares las acciones preferentes, ofrecidos en diciembre de 1927, no fueron separables hasta el 1 de julio de 1928; y los *warrants* asociados a Loews, Inc., 6% bonos, con vencimiento en 1941, no fueron separables hasta el 1 de octubre de 1926, también seis meses después de su emisión. Por otro lado, los *warrants* asociados a Crown-Zellerbach Corporation bonos 6s, con vencimiento en 1940, y a Interstate Department Stores, Inc., 1% acciones preferentes no fueron nunca separables durante la vida del

warrant., a menos que la emisión principal a la que estaban asociados fuera liquidada.

En un mercado bursátil activo, los *warrants* separados son populares entre los especuladores (como señalábamos antes), y se venden a primas considerables por encima de su valor inmediatamente alcanzable. En las mismas condiciones, por lo tanto, una emisión con *warrants* separables se venderá más cara que otra con un derecho no separable. A la vista de este hecho, podemos preguntarnos por qué todos los *warrants* no se hacen inmediatamente separables para ofrecer al titular el beneficio de su mayor atractivo de mercado. El motivo para hacer que un *warrant* sea no separable es que tanto la empresa como los suscriptores de la emisión desean evitar el establecimiento de un precio indebidamente bajo por sus bonos ordinarios. Este precio tan bajo puede darse si los especuladores hacen grandes adquisiciones del bono con *warrants*, porque estos titulares, no interesados en el bono como tal, probablemente separarán el *warrant* y venderán el principal del bono por cualquier cosa que les ofrezcan. La presión de este tipo por vender, junto a la ausencia de cualquier demanda regular de la emisión debido a la falta de oportunidad pueden provocar un precio tan bajo como para constituir un reflejo aparente de la posición de crédito de la corporación, lo cual es, obviamente, poco deseable.

La disposición del compromiso, que permite que el *warrant* sea separable solo después de un intervalo, se basa en la suposición de que, una vez el producto ha tenido tiempo de darse a conocer razonablemente en el mundo de la inversión, se puede establecer más fácilmente un precio adecuado para los contratos principales de la emisión, incluso si los que han aprovechado los *warrants* han vendido.

Una vez estos *warrants* se hicieron separables de la emisión principal asociada, es probable que asuman una existencia y características propias. De mera añadidura de la financiación con bonos pasaron a ser una forma independiente de producto y un vehículo importante de especulación durante la locura financiera de 1928-1929. Resulta sorprendente que los *warrants* creados por una empresa, American and Foreign Power, en 1929 alcanzaran un valor de mercado de más de 1.000 millones de dólares, una cifra que superaba el valor de mercado de todas las acciones ordinarias del sector del ferrocarril de Estados Unidos que cotizaban en el NYSE en julio de 1932, menos de tres años más tarde.

De modo que debemos considerar, como veremos más adelante, los rasgos de los *warrants* con opción de compra (o *warrants call*) participativas como un medio especulativo independiente. Entonces profundizaremos en las relaciones entre los precios de estos *warrants* y los de las acciones ordinarias y preferentes de las mismas empresas.

Emisiones participativas

La mayoría de rasgos de este tipo de privilegio ya habían sido mencionados en la anterior comparación con otras formas. Se puede hacer una distinción entre dos tipos de participación. La disposición más habitual depende de los dividendos pagados por las ordinarias y, con menor frecuencia, la participación en beneficios la determinan las ganancias sin referencia a la rentabilidad de los dividendos.

Ejemplos: Westinghouse Electric and Manufacturing Company acciones preferentes, ya descrito, es un caso estándar del primer tipo; Budd Wheel Company acciones preferentes ilustra el segundo. En el último de estos casos, el dividendo básico es de un 7% acumulativo, pero esta tasa aumenta a 8,9 y 10%, según si las ganancias netas del año anterior superaron los 600.000 dólares; 800.000 dólares y 1.000.000 dólares, respectivamente. Ceianese Corporation Participating First acciones preferentes y Celluloid Corporation acciones preferentes con participación tienen cada uno derecho a un 7% básico, más el 10% de los beneficios ya disponibles de las acciones ordinarias.

Las acciones preferentes constituyen el grueso de las emisiones participativas; los bonos participativos no son frecuentes y tienen tendencia a desplegarse en otros aspectos de los parámetros estándar del bono. Los Kreuger and Toll bonos participativos, por ejemplo, aunque nominalmente eran un bono, son en esencia una acción ordinaria sin derecho a voto. Los Green Bay and Western Railway bonos participativos, series A y B, son en realidad acciones preferentes y ordinarias respectivamente. Spanish River Pulp and Paper Mills, Ltd., First 6s, con vencimiento en 1931 pero liquidados en 1928, son uno de los escasos ejemplos de un bono con un privilegio de participación.²⁷⁷ Siemens and Halske A. G. (una empresa alemana) emitió una serie de títulos de deuda con participación, con vencimiento nada menos que en 2930, con un interés equivalente a la tasa de dividendo pagada a las acciones ordinarias pero no inferior al 6%.

Las acciones preferentes con participación tenían originalmente un patrón estándar, ejemplificado por Westinghouse Electric and Manufacturing Company Preferred. La orden de pago es en primer lugar una retribución fija de las acciones preferentes, y en segundo lugar una cantidad similar a la correspondiente a las acciones ordinarias, preferentes y finalmente el derecho paritario (relación 1 a 1 con las ordinarias) a recibir dividendos adicionales. Este parámetro surgió del derecho de ley ordinaria de que todos los tipos de acciones compartieran a partes iguales

²⁷⁷ Véanse en nota 40 del Apéndice, los detalles de esta emisión.

los beneficios y activos, salvo que se indicara lo contrario mediante contrato. Otros ejemplos de esta disposición son Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad Company acciones preferentes; Wabash Railway Company 5% acciones preferentes A; Consolidated Film Industries, Inc., acciones preferentes.

Sin embargo, en los últimos años ha aparecido una mayor variedad de disposiciones participativas, de modo que actualmente no hay un patrón estándar.²⁷⁸

Las emisiones participativas requieren dos tipos de cálculo: uno que muestre el número de veces que se ha alcanzado el interés fijo o dividendo, y otro que muestre la cantidad por acción o por bono disponible para su distribución bajo el privilegio de participación.

²⁷⁸ Para ver una serie de productos participativos variados, véase nota 3 del Apéndice de la edición de 1934 de esta obra.

Ejemplo:

Celanese Corporation of America, 1938

Neto para dividendos	2.479.749 \$
Anterior dividendo preferente (7 dólares).....	1.153.726
Primer dividendo participativo preferente al tipo 7 dólares	1.037.253
Primer participativo preferente: participación adicional.....	28.877
Balance para ordinarias.....	259.893
Anterior dividendo preferente obtenido	2,15 veces
Preferente anterior y participativo (7 dólares) dividendos obtenidos	1,13 veces
Ganado por participativo preferente: base participación	7,19 \$ por acción

Emisiones preferentes comparadas con las acciones ordinarias relacionadas. En nuestra anterior explicación sobre los méritos de las emisiones preferentes como categoría se señaló que a veces ofrecen una combinación muy atractiva de producto y oportunidad de beneficio. Con mayor frecuencia, se puede decidir que un producto preferente es preferible sobre las acciones ordinarias de la empresa. Como una conclusión de este tipo solo se basa en elementos *comparativos*, es probable que implique riesgos menores de error que una que asegure el atractivo *absoluto* de una emisión.

Ejemplos: Paramount Pictures Corporation \$6 First acciones preferentes se puede convertir en cualquier momento en siete acciones ordinarias. Hacia finales de 1936 se vendía solo a unas siete veces el precio de las ordinarias, aunque arrastraba unos dividendos acumulados de casi 12 dólares por acción que, obviamente, habían de pagarse antes de que las ordinarias recibieran algo. (Por ejemplo, el 17 de octubre de 1936 las preferentes se vendieron a 113, en comparación con $15\frac{7}{8}$ de las ordinarias.)

Es obvio que un cambio de ordinarias a preferentes habría sido una maniobra astuta: las acciones preferentes no podían valer menos que siete veces el precio de las ordinarias; se podían vender a más que este ratio, sobre todo si las ordinarias bajaban de precio; y tenían asegurada la recepción de dividendos considerables antes de cualquier desembolso sobre las ordinarias. La realidad pronto confirmó este análisis: en diciembre de 1936 se pagaron dividendos de 12 dólares por acción preferente. En noviembre de 1937, las preferentes se vendieron a $92\frac{1}{4}$, con respecto a solo $10\frac{1}{4}$ las ordinarias, mostrando una distancia de 2072 puntos. Si se incluyen los 4,50 dólares de dividendos adicionales pagados hasta entonces por las preferentes, la ventaja adicional que se acumulaba en las acciones preferentes en comparación con las ordinarias era de 35

dólares por acción de preferentes.

Una situación prácticamente idéntica se dio en los Studebaker Corporation 3-6% bonos, con vencimiento en 1945, y las acciones ordinarias en 1936. Los bonos eran convertibles en ochenta acciones ordinarias; llevaban un 3% de interés fijo y un 3% de interés contingente acumulativo, un $5\frac{5}{8}\%$ del cual ya se había acumulado el 18 de noviembre. Y sin embargo, su precio era $120\frac{1}{2}$, prácticamente a la par con el precio de 15 de las ordinarias. Al cabo de menos de un año, los bonos se vendieron a $59\frac{3}{4}$ en comparación con solo 3 de las ordinarias —una distancia, o beneficio, sobre el cambio de $35\frac{1}{4}$ puntos, sin contar el 3% de interés fijo recibido por los bonos.²⁷⁹

Paridad, prima y descuento: Cuando el precio de un bono convertible o preferente es exactamente equivalente, en condiciones de intercambio, con el precio actual de las acciones ordinarias, se dice que las dos emisiones se venden con paridad.²⁸⁰ Cuando el precio de la emisión preferente está por encima de la par, se dice que se vende con prima, y a la diferencia entre su precio y paridad de conversión se le llama cantidad de la prima, o «diferencia». Y a la inversa, si el precio del convertible está por debajo de la par, a la diferencia se le llama a veces *descuento*.²⁸¹

Un terreno abonado para el análisis fiable. Los ejemplos de Paramount y Studebaker nos presentan este fenómeno tan poco frecuente: una conclusión totalmente fiable alcanzada por el análisis de productos financieros. Los accionistas ordinarios no podían perder nada cambiando a emisiones convertibles, y todos tenían perspectivas excelentes, que, de

²⁷⁹ En los últimos meses de 1938 y en 1939 existió una relación igualmente estrecha entre el precio de Baldwin Locomotive Works 6s, con vencimiento en 1950, convertible en 65 participaciones de acciones ordinarias, y el precio de las ordinarias. Compárese los máximos de $17\frac{1}{4}$ por acción y $116\frac{1}{2}$ por los bonos en 1938, con los mínimos respectivos de $9\frac{1}{4}$ y $82\frac{1}{2}$ y los posteriores máximos de $21\frac{1}{4}$ y 139 en 1939.

²⁸⁰ No debe confundirse con «par», que significa sencillamente el valor nominal del producto en cuestión. *Par*, cuando se aplica al precio de una acción ordinaria, casi siempre equivale a 100 dólares por acción y no tiene equivalencia con el valor real de la acción, que podría ser muy distinto.

²⁸¹ Si la emisión principal se puede intercambiar rápidamente por acciones ordinarias, al crear una oportunidad de arbitraje se crea un descuento. Es una oportunidad de obtener beneficio (normalmente bajo) sin riesgo de pérdidas (1) comprando simultáneamente la emisión principal y vendiendo la acción ordinaria; (2) convirtiendo inmediatamente la emisión principal en acción ordinaria, y (3) entregando la acción ordinaria para su venta, completando así la transacción. El arbitraje de este tipo «abierto y cerrado» se hace muy habitualmente en mercados activos al alza, pero las oportunidades acaban normalmente monopolizadas por brokers especializados en este tipo de operaciones. Otras formas de operaciones de arbitraje entre productos surgen de reorganizaciones, fusiones, divisiones de acciones, derechos de compra de nuevas acciones, etc. Para una explicación más a fondo, véase Meyer H. Weinstein, *Arbitrage in Securities*, Harper & Brothers, 1931. En el sentido más antiguo, el término «arbitraje» se aplicaba a la compra y ventas simultáneas del mismo producto en mercados distintos (por ejemplo, Nueva York y Londres), y a operaciones similares relativas al cambio con valores extranjeros.

hecho, se hicieron realidad, al obtener beneficios considerables en forma de mayores ingresos y mayor valor de mercado. En este aspecto, las emisiones preferentes ofrecen un campo fructífero para la aplicación más científica de la técnica del análisis. Los anteriores ejemplos son también típicos de las relaciones de precios creadas por un mercado activo y al alza. Cuando una emisión preferente es convertible en acciones ordinarias, la concentración de interés especulativo en esta última resulta a menudo en el establecimiento de un nivel de precios muy equivalente (y a veces hasta superior) al precio de la emisión preferente, al cual el público presta poca atención.

Conclusión de lo anterior: Está claro que una emisión convertible que se venda a la par con las ordinarias es preferible a ellas, excepto cuando su precio está tan por encima, a nivel de inversión, que se ha convertido en una mera forma de compromiso con las acciones ordinarias. (Brooklyn Union Gas Company Convertible 5 1/2s, con vencimiento en 1936, son un ejemplo de este último tipo de situación). Los bonos, convertibles en 20 acciones ordinarias a partir del 1 de enero de 1929, se vendieron a 147 o más durante los años 1927 a 1932, ambos inclusive, y a 489 en 1929.) En general, vale la pena pagar una prima moderada con el fin de obtener la mayor seguridad de la emisión preferente. La seguridad es total cuando el convertible da una rentabilidad mayor que las ordinarias y es, en cierto modo, también aplicable si la rentabilidad es menor.

Gestión de cartera: Así, como norma práctica, los accionistas ordinarios que deseen conservar su interés real en la empresa deben cambiar a la emisión convertible preferente de la misma, si la intención es vender antes de la conversión, tanto a un precio determinado como cercano a la paridad tomando como referencia la relación de canje. El precio de la prima que un accionista ordinario esté dispuesto a pagar es cosa suya. Debido a su confianza en el futuro de la empresa, normalmente no está dispuesto a pagar mucho para asegurarse contra un declive en su valor, pero la experiencia demuestra que ha de ser lo bastante astuto como para renunciar a algo más de lo que considera necesario para asegurar las ventajas estratégicas que incluso una emisión convertible razonablemente sólida posee sobre una acción ordinaria.²⁸²

Operaciones de cobertura. Estas ventajas de una emisión convertible

²⁸² El mismo razonamiento es aplicable cuando ambas emisiones son abiertamente especulativas.

Ejemplo: Western Maryland Railroad acciones preferentes es convertible en ordinarias, con paridad. Durante buena parte del periodo 1928-1933 no se vendieron por encima de las ordinarias. Sin embargo, si alguien estaba dispuesto a obtener ordinarias, tendría que haber cambiado a preferentes, que poseían todas las posibilidades de las ordinarias más su posición preferente. A principios de 1934, las preferentes se vendieron con una prima razonable por encima de las ordinarias: 23 frente a 17.

sólida sobre una acción ordinaria se ponen de manifiesto cuando el mercado va a la baja. El precio de la emisión preferente normalmente sufrirá menos que la acción ordinaria, de modo que puede establecerse una diferencia de cuantía considerable, en lugar de la casi-paridad que existía previamente. Esta posibilidad sugiere una forma especial de operación de mercado conocida como operación de cobertura, en la cual el operador compra el convertible y lo vende contra la acción ordinaria al descubierto, a aproximadamente a la paridad.²⁸³ En el caso de una subida prolongada, puede convertir la emisión preferente y, de ese modo, cerrar la transacción habiendo sufrido solo una leve pérdida que consistiría en la diferencia original, además de los gastos de gestión. Sin embargo, si el mercado cae considerablemente, puede deshacer la operación con un beneficio considerable, vendiendo la emisión preferente y volviendo a comprar las acciones ordinarias.

Una ilustración práctica de una operación de cobertura es el caso de Keith-Albee- Orpheum \$7 acciones preferentes, convertibles en su momento en 3 acciones de Radio Keith-Orpheum A, habiéndose establecido la cobertura el 1 de marzo de 1929, y las posiciones revocadas o deshechas el 26 de marzo de 1929, según se detalla:

²⁸³ Las operaciones de cobertura en mercancías es un tipo de operación aparentemente parecido pero básicamente distinto. De manera general, su objetivo es proteger un beneficio normal de fabricación o distribución contra la posibilidad de pérdida especulativa a través de los cambios de precio en las mercancías. Un molinero que compra trigo y lo va a vender en forma de harina al cabo de unos meses, venderá futuros de trigo como *hedge* («cobertura») contra la posibilidad de una caída en el trigo que pudiera destruir su margen de beneficio. Cuando se deshace de la harina, cubre (recompra) el trigo vendido como protección. La mayoría de *hedgings* (o «coberturas») de materias primas o mercancías están, por tanto, pensados como una salvaguarda, mientras que el *hedging* de productos financieros normalmente está pensado para que rinda beneficios directos.

1. Vendido (al descubierto) 300 R-K-O A a 39 ⁷ / ₈ el 1 de marzo		
1, 1929.....	11.962,50 \$	
Menos comisión (45 \$) e impuestos (12 \$).....	<u>57,00</u>	
Cobro venta al descubierto.....		11.905,50 \$
Compra 300 R-K-O A a 26 marzo 1929.....	8.700,00 \$	
Más comisión sobre esta compra.....	<u>45,00</u>	
Coste cobertura.....		8.745,00 \$
Beneficio venta al descubierto.....		3.160,50 \$
2. Compra 1 marzo, 1929, 100 Keith-Albee-		
Orpheum Pfd. a 120.....	12.000,00 \$	
Más comisión (25 \$).....	<u>25,00</u>	
Coste de posición larga.....		12.025,00 \$
Vendido 100 Keith-Albee Orpheum		
<i>acciones preferentes</i> . el 26 marzo, 1929 a 98.....	9.800,00 \$	
Menos comisión (20 \$) e impuestos (4 \$).....	<u>24,00</u>	
Cobro posición larga.....	9.776,00 \$	
Más dividendos recibidos posición larga.....	175,00	
(Preferentes vendidas ex-div. el 19 de marzo de 1929)		
Cobro neto venta de posición larga y		
dividendos correspondientes.....		9.951,00 \$
Pérdida posición larga.....		2.074,00 \$
3. Beneficio venta al descubierto.....		
	3.160,50 \$	
Pérdida posición larga.....	<u>2.074,00</u>	
Beneficio neto cobertura.....	1.086,50 \$	

El beneficio indicado fue de más o menos un 9% sobre el capital asegurado en la transacción y, como cubría un período de veintiséis días, el beneficio creció al ritmo de más del 100% en términos anuales. Como en la transacción no había riesgo de pérdida, buena parte del coste de las acciones preferentes podía haberse financiado, aumentando así generosamente el porcentaje de beneficio sobre el capital proporcionado por el operador. Con unas condiciones del entorno favorables, las operaciones de este tipo ofrecen la posibilidad de obtener grandes beneficios a cambio de unas pérdidas mínimas. Son especialmente adecuadas como forma de protección contra otros compromisos financieros, puesto que permiten obtener beneficios en un mercado a la baja cuando otras carteras probablemente arrojarán pérdidas.

Algunos aspectos técnicos de las operaciones de cobertura. La cobertura tiene muchos aspectos técnicos que la hacen menos sencilla y a

prueba de incautos de lo que nuestra breve descripción podría sugerir. Una discusión exhaustiva de la cobertura caería fuera del ámbito de este libro y, por este motivo, nos limitaremos a citar a continuación ciertos elementos que el inversor experimentado tendrá en cuenta al embarcarse en tales operaciones:

1. Capacidad de tomar prestadas acciones para su venta y de mantener una posición de descubierto de manera indefinida.⁸
2. Coste de establecer la posición, incluida la diferencia y las comisiones.
3. Coste de mantener la posición, incluido el pago de intereses en carteras con posición de compra, dividendos en acciones a corto plazo, posibles primas pagables por préstamo de acciones e impuestos vinculados a reéstamos de acciones, menos las compensaciones en forma de dividendos o intereses de efectos a cobrar sobre bonos largos, y posibles créditos de intereses sobre posición vendedora.
4. Cifra de beneficio a la cual es probable que se cierre la operación si se ofrece la oportunidad. Relación entre este beneficio máximo y la pérdida máxima probable, que consiste en (2) más (3).

Hay que tener en cuenta, en estos casos, como en todas las otras operaciones con productos financieros, que el beneficio potencial a considerar no es la cifra máxima que puede alcanzarse razonablemente en el mercado, sino simplemente²⁸⁴ la cifra más elevada que un operador puede esperar antes de cerrar su posición. Una vez aceptado un beneficio concreto, el beneficio adicional que podría haberse obtenido posteriormente solo tiene ya un interés meramente académico.

Forma intermedia de operaciones de cobertura. Una forma intermedia de cobertura consiste en comprar una emisión convertible y vender solo una parte de las acciones ordinarias relacionadas; por ejemplo, la mitad de la cantidad a percibir a la conversión. Sobre esta base, un beneficio se puede obtener ya sea en caso de un avance importante o de una caída pronunciada en las acciones ordinarias. Este es probablemente el método más científico de cobertura, puesto que no requiere opinión respecto del comportamiento futuro de los precios. Una situación ideal de este tipo

²⁸⁴ Desde 1934, las regulaciones de la SEC y las Bolsas han complicado las ventas al descubierto. Por ejemplo, durante un tiempo solo se podían llevar a cabo a un precio más alto que la última operación comercial con títulos. Luego se relajó la norma para permitir las ventas al descubierto a un precio no menor que la última operación. El obstáculo impuesto por estas normas queda mitigado en parte por el hecho que los tipos de inversor de los que hablamos aquí, normalmente, solo se establecen en un mercado al alza y relativamente activo.

cumpliría los siguientes requisitos:

1. Emisión preferente fuertemente afianzada en la que se puede confiar que mantendrá un precio cerca de la paridad, incluso si las acciones ordinarias caen de manera precipitada. Un buen bono convertible, con vencimiento cercano, es un tipo ideal para este objetivo.
2. Unas acciones ordinarias con un amplio interés especulativo y que, por lo tanto, esté sujeto a amplias fluctuaciones en cualquier dirección.

Un ejemplo de este tipo de inversor lo proporcionan las operaciones llevadas a cabo en 1918-1919 en Pierce Oil 6s, con vencimiento en 1920, y las acciones ordinarias de la empresa.²⁸⁵

Las ventajas que acabamos de enumerar de los bonos convertibles, las comparten también las emisiones con participación y con opción de compra. Este último tipo de producto preferente puede, por supuesto, usarse como vehículo en operaciones de cobertura. De manera similar, puede considerarse que lo más deseable es cambiar las acciones ordinarias por estas emisiones. Los Rand Kardex 5V2S descritos en el capítulo 22 no eran solo un atractivo compromiso directo en el momento de su emisión, sino un sustituto apetecible de las acciones de Clase A. Además, ofrecían una interesante oportunidad de cobertura. De forma similar, las personas comprometidas con una inversión permanente en Westinghouse Electric and Manufacturing Company habrían hecho bien cambiando las acciones ordinarias por las preferentes con participación en 1929 o 1930, cuando estas últimas se vendieron a un precio inferior a las ordinarias. Sin embargo, en este caso, una operación de cobertura entre las preferentes y las ordinarias habría conllevado riesgos especiales, porque la emisión preferente no era convertible en acciones cotizadas.

²⁸⁵ Esta operación se analiza en la nota 41 del Apéndice.

Capítulo 26

Productos preferentes de seguridad dudosa

En el punto más bajo de 1932 del mercado de productos financieros, la seguridad de al menos un 80% de todos los bonos y acciones preferentes corporativos estaba abierta a algún grado considerable de duda.²⁸⁶ Ya antes del crac de 1929, el número de productos sénior especulativos era muy elevado, e iba a ser inevitablemente mayor durante algunos años más. El mundo financiero se enfrentaba, por lo tanto, al desagradable hecho de que una proporción elevada de productos financieros americanos pertenecían a lo que podríamos etiquetar como una categoría de inadaptados. Un bono o acción preferente de baja calificación constituye una forma de compromiso relativamente impopular. El inversor no debe comprarlos, y el especulador prefiere en general consagrar su atención a las acciones ordinarias. Parece lógico que si alguien decide especular debe elegir un medio totalmente especulativo y no imponerse las restricciones de valor de mercado máximo y rentabilidad, o someterse a la posibilidad de confusión entre especulación e inversión que se asocia a los bonos y acciones preferentes de menor precio.

La limitación del beneficio en los bonos de bajo precio no es un inconveniente real. Sin embargo, por muy impresionantes que sean las objeciones a estos productos indefinidos, el hecho es que existen en enormes cantidades, que pertenecen a muchos titulares de productos y que, por lo tanto, han de ser tomados seriamente en cuenta en cualquier estudio de análisis de productos. Es razonable concluir que la amplia oferta de tales emisiones, vinculada a una falta de demanda natural, será la causa de que su nivel de precios esté por debajo de su valor intrínseco. Si admitimos incluso una falta de atractivo inherente en la forma de estos productos, eso podría compensarse con el precio atractivo al que pueden adquirirse. Además, las limitaciones en beneficio de capital en caso de un bono barato, en comparación con las de una acción ordinaria, pueden tener una importancia práctica menor, porque el beneficio obtenido realmente por el accionista ordinario no suele ser superior al que podemos obtener

²⁸⁶ Véanse en nota 42 del Apéndice los datos sobre precios de bonos en 1931-1934 y 1939.

mediante un producto especulativo sénior. Si, por ejemplo, estamos pensando en un bono al 4% que se vende a 35, su máxima apreciación es de unos 70 puntos, o el 200%. La adquisición media de acciones ordinarias a 35 no puede conservarse para obtener un beneficio mayor que este sin que suponga una peligrosa entrada en la «psicología del mercado al alza».

Dos puntos de vista respecto de los bonos especulativos. Existen dos ángulos directamente opuestos desde los cuales poder contemplar un bono especulativo. Puede considerarse en relación a los criterios de inversión y rendimientos, en cuyo caso la principal cuestión es si el bajo precio y la mayor rentabilidad compensarán las concesiones hechas por lo que se refiere a la seguridad. O se puede considerar en términos de un compromiso en acciones ordinarias, en cuyo caso se plantea la cuestión contraria, es decir: «¿Compensa el menor riesgo de pérdidas que conlleva este bono de bajo precio, comparado con una acción ordinaria, las menores posibilidades de beneficios que representa?». Cuanto más se acerca un bono a cumplir los requisitos de inversión —y cuanto más se acerca al precio de inversión—, más probable será que los interesados lo consideren una inversión. El enfoque contrario es evidentemente el caso de un bono en mora o que se vende a un precio extremadamente bajo. Nos enfrentamos aquí a la dificultad conocida de clasificación que surge de la ausencia de líneas definidas de delimitación. Hay productos que reflejan siempre cualquier estatus concebible en el espectro existente entre la falta absoluta de valor y la absoluta seguridad.

Conveniencia de adoptar el enfoque de acciones ordinarias. Sin embargo, consideramos que el enfoque más sólido y provechoso sobre los productos especulativos sénior apunta en la dirección de las acciones ordinarias. Eso conlleva una apreciación más exhaustiva de los riesgos implicados y, por lo tanto, una mayor insistencia en una convicción razonable de la seguridad o en unas posibilidades especialmente atractivas de beneficio, o en ambas cosas a la vez. También incita —al menos entre los compradores inteligentes de productos financieros— a un examen más intenso de la situación corporativa del que se haría al considerar un producto desde el punto de vista de la inversión.

Dicho enfoque sería claramente desfavorable para la compra de bonos ligeramente inferiores a lo estándar que se venden con poco descuento respecto de su valor nominal. Estos, junto con los bonos de alto interés de segundo grado, pertenecen a la categoría de «inversiones de hombres de negocios», que ya tratamos y descartamos en el capítulo 7. Podría discreparse diciendo que una adopción general de esta actitud provocaría una amplia y repentina fluctuación en el precio de muchas emisiones. Supongamos un bono al 4% que merece venderse por su valor nominal siempre y cuando cumpla unos criterios estrictos de inversión; tan pronto

como cayera algo por debajo de estos criterios su precio sufriría una caída precipitada, por ejemplo a 70; y lo contrario, una ligera mejora en su resultado aseguraría su salto de nuevo al valor nominal. Aparentemente, no debería haber nada que justificara cotizaciones intermedias entre 70 y 100.

No obstante, la situación real no es tan sencilla. En las mentes de los inversores puede haber diferencias de opinión en cuanto a si una emisión concreta está debidamente asegurada, sobre todo porque los criterios son tanto cualitativos y personales como matemáticos y objetivos. El abanico entre 70 y 100, por consiguiente, puede reflejar lógicamente un mayor o menor grado de acuerdo respecto a la seguridad de la emisión. Eso significaría que para un inversor estaría justificado comprar este bono, por ejemplo, a 85, si él mismo lo considerara sólido, aunque reconoceríamos cierta duda en las mentes de otros inversores que obtendrían este descuento considerable de un precio de inversión de primera. Según este punto de vista, los niveles entre 70 y 100 pueden considerarse como el campo de «variaciones subjetivas» en la posición de la emisión.

El ámbito de los valores especulativos en sí empezaría, por lo tanto, en algún punto cercano al nivel 70 (para bonos con un tipo nominal de 4% o más) y ofrecería las máximas posibilidades de apreciación de al menos 50% del coste. (En el caso de otros productos sénior, se puede tomar el 70% del valor normal como línea divisoria.) Al tomar tales compromisos, se recomienda que se adopte la misma actitud general que en la compra atenta de una acción ordinaria; en otras palabras, que la cuenta de resultados y el balance se sometan al mismo análisis y que se haga el mismo esfuerzo para evaluar futuras posibilidades, favorables o desfavorables.

Distinciones importantes entre acciones ordinarias y emisiones especulativas sénior. No pretendemos, por lo tanto, establecer criterios de selección de las emisiones especulativas sénior que correspondan en ningún sentido a los tests cuantitativos aplicables a los productos de valor fijo. Por el contrario, pese a que preferiblemente deberían considerarse en relación al enfoque y la técnica de las acciones ordinarias, es necesario apreciar ciertos aspectos diferenciales y significativos que existen entre las acciones ordinarias como categoría y las emisiones especulativas sénior.

Bonos de bajo precio asociados a la fragilidad corporativa. Ya hemos hablado anteriormente de la limitación de las posibilidades de beneficios de los productos sénior. Su importancia varía según cada caso, pero en general no lo consideramos una desventaja de control. Hablamos con mayor énfasis en contra de los bonos de bajo precio y de las acciones preferentes porque se asocian a la fragilidad, la regresión o la crisis

corporativa. Es evidente que la empresa que hay detrás de dicho producto no está en la cresta de la ola y que, además, ha debido de haber sufrido un declive, puesto que la emisiones se vendían originariamente a un precio muy superior. En 1928 y 1929 bastaba tener en cuenta esta consideración para condenar absolutamente todas las emisiones a los ojos del público general. Los negocios se dividían en dos grupos: los que tenían éxito y progresaban, y los que iban a la baja o no avanzaban. Las acciones ordinarias del primer grupo eran deseables, por muy alto que fuera su precio; pero ningún producto del segundo grupo resultaba atractivo, por muy barato que fuera.

Esta idea de las empresas permanentemente fuertes o permanentemente débiles se disipó con la posterior depresión, y se regresó a la antigua idea de que el tiempo trae cambios impredecibles en la suerte de las tareas empresariales.²⁸⁷ El hecho de que el bajo precio de un bono o acción preferente sea el resultado de un declive en los beneficios no tiene por qué significar que las perspectivas de la empresa sean desesperadas y que no tiene mayor futuro que un resultado todavía peor. Muchas de las empresas que funcionaron muy mal en 1931-1933 recuperaron buena parte de su anterior poder de generar beneficios, y sus productos sénior se recuperaron desde unos precios exageradamente bajos hasta alcanzar niveles de inversión. De ese modo, resultó que había tantos motivos para esperar recuperaciones considerables en las cotizaciones de productos sénior rebajados como en el precio de las acciones ordinarias en general.

Muchos productos especulativos están infravalorados en relación con su estatus y posición contractual. Ya hemos mencionado que la impopularidad de los productos sénior especulativos tiende a que se vendan a precios menores que las acciones ordinarias en relación a su valor intrínseco. Desde el punto de vista del comprador inteligente, esto debe considerarse como un punto a su favor. Con respecto de su posición intrínseca, un considerable número de ventajas de los bonos especulativos —y, en menor grado, las acciones preferentes— derivan de sus derechos contractuales. La obligación fija de pagar interés por los bonos dará normalmente como resultado la continuación de tales pagos siempre y cuando sean posibles. Si una proporción bastante amplia de un grupo de bonos de bajo precio cuidadosamente elegidos escapan a la mora, los ingresos recibidos sobre el conjunto del grupo durante un período de tiempo superarán, sin duda, el rendimiento en dividendos de las acciones ordinarias de precios similares.

²⁸⁷ Véanse referencias posteriores en *The Ebb and Flow of Investment Valué*, de Mead y Grodinski, publicado en 1939, que adopta decididamente la tesis afirmada en el párrafo anterior (*infra*, capítulo 8, y nota 71 del Apéndice).

En este sentido, las acciones preferentes ocupan una posición muchísimo más frágil, pero incluso en ese punto observaremos que las provisiones que transfieren el derecho de voto a las acciones sénior en caso de suspensión de dividendos impulsa, en algunos casos, a su continuidad. Cuando los recursos líquidos son abundantes, el deseo de mantener un récord inmaculado o de evitar las acumulaciones provocará a menudo el reparto de dividendos preferentes, aunque los escasos beneficios hayan rebajado el precio de mercado.

Ejemplos: En ocho de los trece años transcurridos entre 1926 y 1938, ambos inclusive, Century Ribbon Mills, Inc., no llegó a ganar su dividendo preferente del 7%, y el precio cayó repetidamente hasta 50. Sin embargo, el dividendo preferente se mantuvo sin interrupción durante todo el período, mientras que las acciones ordinarias recibieron solo un total de 50 centavos. De manera parecida, un comprador en 1929 de Universal Pictures Company First Preferred a aproximadamente 30, habría recibido un dividendo del 8% durante los tres años de la crisis antes de que el pago se suspendiera definitivamente.

Importancia contrastada de los términos contractuales en Especulación e Inversión. En este asunto de la continuidad de dividendos, el lector debe apreciar la diferencia entre las cualidades inversoras y especulativas de las acciones privilegiadas. Desde el punto de vista de la inversión, es decir, de la fiabilidad del dividendo, la ausencia de un derecho reclamable constituye una desventaja respecto de los bonos. Desde el punto de vista especulativo, es decir, de la posibilidad de seguir obteniendo dividendos bajo condiciones desfavorables, las acciones privilegiadas tienen ciertos derechos semicontractuales a someter a la consideración de las directivas que, sin duda, les otorga una ventaja sobre las acciones ordinarias.

Importancia comparativa de los factores capital circulante y fondo de amortización sobre la seguridad de las emisiones especulativas sénior. Un capital circulante abundante, que ha sido característico incluso de los empresarios poco prósperos durante algunos años en el pasado, es mucho más ventajoso para los productos sénior que para las acciones ordinarias, porque no solo posibilita la continuación de los intereses o los pagos de dividendos preferentes, sino que tiene una influencia importante sobre la retirada de capital, ya sea al vencimiento, por operaciones de fondos de amortización, o por recompra voluntaria. Las provisiones de un fondo de amortización, tanto para bonos como para acciones preferentes, contribuyen a la mejora ya sea de la cotización de mercado como de la posición intrínseca de la emisión. Esta ventaja no se contempla en el caso de las acciones ordinarias.

Ejemplos: Francis H. Leggett Company, fabricantes y distribuidores de productos alimentarios, emitió 2.000.000 de dólares de acciones preferentes al 7% con una provisión de fondo de amortización que retiraba un 3% de la emisión anualmente. El 30 de junio de 1932, la cantidad en circulación se había reducido a 608.500 dólares y, debido al escaso balance que quedaba, la emisión fue liquidada a 110, en el período más profundo de la crisis. De manera parecida, Century Ribbon Mills Preferred se redujo de 2.000.000 de dólares a 544.000 dólares entre 1922 y 1938; y Lawrence Portland Cement Company Debenture 5 1/2s se redujeron de 2.000.000 de dólares a 650.000 dólares el 31 de diciembre de 1938, y el balance fue liquidado el 1 de abril de 1939.

Importancia de una amplia cobertura de activos circulantes netos. Cuando un bono de bajo precio es cubierto varias veces con los activos circulantes netos, presenta una oportunidad especial porque la experiencia demuestra que hay buenas posibilidades de repago, aunque los beneficios sean escasos o irregulares.

Ejemplos: Electric Refrigeration Corporation (Kelvinator) 6s, con vencimiento en 1936, se vendieron a 66 en noviembre de 1929, cuando los activos circulantes netos de la empresa según su último informe era de 6.008.900 dólares para los 2.528.500 dólares de bonos en circulación. Es cierto que la empresa había cerrado con déficit en 1927 y 1928, pero los cargos fijos se ganaron casi nueve veces a lo largo del año terminado el 30 de septiembre de 1929, y los activos circulantes netos multiplicaban prácticamente por cuatro el valor de mercado de la emisión del bono.

En 1930 los bonos se recuperaron a un precio aproximado del valor nominal y, en 1931, fueron liquidados a 105. De manera similar, Electric Refrigeration Building Corporation First 6s, con vencimiento en 1936 —que de hecho estaban garantizados por Kelvinator por arrendamiento—, se vendieron a 70 en julio de 1932, cuando los activos circulantes netos de la empresa matriz eran de unas seis veces los 1.073.000 dólares de bonos en circulación y más de ocho veces el valor de mercado total de la emisión. Los bonos fueron liquidados a 101 1/2 en 1933.

Otros ejemplos que podemos citar a este respecto son el de Murray Corporation First 6 1/2s, con vencimiento en 1936, que se vendieron a 68 en 1932 (por los déficit de explotación del momento), aunque la empresa tuviera activos circulantes netos de más de 2 1/2 veces el valor nominal de la emisión y casi cuatro veces su valor de mercado a este precio. Los títulos al 7% de Sydney Blumenthal and Company, con vencimiento en 1936, que se vendieron a 70 en 1926 cuando la empresa tenía unos activos circulantes netos de dos veces el valor nominal de la emisión y casi tres veces el valor total de mercado de la misma (fueron liquidados a 103 en

1930); Belding, Hemingway Company 6s, con vencimiento en 1936, que se vendieron a 67 en 1930 cuando la empresa tenía activos circulantes netos de casi tres veces el valor nominal de la emisión y casi cuatro veces su valor de mercado. En este último caso, en 1930 y 1931 hubo una drástica liquidación de inventarios, cuya recaudación se utilizó para retirar aproximadamente un 80% de la emisión del bono mediante compras en el mercado. El balance fue liquidado para su pago a 101 a principios de 1934.

En el caso más frecuente de este tipo, las posibilidades de beneficio superarán las de pérdidas, y el volumen del beneficio probable superará el probable volumen de pérdida. También podría ocurrir que el riesgo implicado en cada caso individual siga siendo tan considerable como para hacernos descartar el término «inversión» aplicado a dicho compromiso. No obstante, sugerimos que si se sigue el principio asegurador de la diversificación de riesgos y al mismo tiempo se toma una serie de compromisos de este tipo, el resultado neto será lo bastante fiable como para avalar que podamos clasificar esta compra de grupo de «operación inversora». Esta era una de las posibilidades que contemplamos en nuestra amplia definición de inversión en el capítulo 4.

Limitaciones en cuanto a la importancia de la posición del activo circulante. Está claro que a la hora de seleccionar bonos especulativos se otorga una gran importancia al capital circulante de la empresa. Sin embargo, esta importancia no debe exagerarse hasta el punto de suponer que, siempre que un bono esté totalmente cubierto por los activos circulantes netos, su seguridad está asegurada. Los activos circulantes mostrados en cualquier balance pueden reducirse notablemente mediante posteriores pérdidas de explotación; y, todavía más importante, los valores declarados a menudo acaban no siendo de fiar en el caso de insolvencia.²⁸⁸

De los numerosos ejemplos que pueden reflejar este punto, hay que destacar el de R. Hoe and Company 7% Notes y Ajax Rubber Company First 8s. Pese a que estas obligaciones se cubrieron con el capital circulante neto en 1929, posteriormente se vendieron al precio tan bajo de 2 centavos por dólar. (Véase también nuestra explicación de Willys-Overland Company First 6 ¹/₂s y Berkey and Gay Furniture Company First 6s, en la nota 34 del Apéndice.²⁸⁹)

²⁸⁸ La fiabilidad comparativa de los distintos componentes de la cifra de activo circulante (activos líquidos, clientes, inventario) se tratarán con detalle en una exposición del análisis de balances que se ofrece en la parte IV.

²⁸⁹ Tal vez habría que añadir que 3 de las 4 emisiones mencionadas en este párrafo experimentaron recuperaciones espectaculares de sus bajos precios de la depresión. (Por ejemplo, los nuevos Hoe 7s, que se cambiaron por los viejos 7s, en 1937 se vendieron a 100.)

TABLA 26. I
**Ejemplos de bonos industriales de bajo precio cubiertos
 por activos circulantes netos en 1932**

Emisión	vencimto.	Mínimo 1932	Fecha balance	Activos net. circul.†	Deuda financ. part.†	Cobert. normal intereses	
						Periodo	Veces ganado‡
American Seating 6s	1936	17	Sep. 1932	3.826 \$	3.056 \$	1924-1930	5,2
Crucible Steel 5s	1940	39	Jun. 1932	16.163	13.250	1924-1930	9,4
McKesson & Robbins 5 1/2s	1950	25	Jun. 1932	42.885	20.848	1925-1930	4,1
Marion Steam Shovel 6s	1947	21	Jun. 1932	4.598	2.417	1922-1930	3,9
National Acme 6s	1942	54	Dic. 1931	4.327	1.963	1922-1930	5,5

* Véase en nota 43 del Apéndice, breve comentario de la continuación de estos ejemplos que se daban en la edición de 1934 de esta obra.

† En miles.

‡ Cobertura de los cargos de 1931, ajustada cuando ha sido necesario.

Por lo tanto, debemos diferenciar entre el simple hecho de que el capital circulante, tal como se declara, cubre la deuda financiada y el hecho, más importante aún, de que supera en muchas veces la emisión del bono. La anterior declaración es siempre interesante pero en absoluto concluyente. Si se añade a otros factores favorables, como una buena cobertura de ganancias en años normales y un resultado cualitativo en general satisfactorio, puede que la emisión sea bastante atractiva aunque preferiblemente como parte de una compra de grupo en este ámbito.

Acciones preferentes especulativas. *Etapas de su historial de precios.* Las acciones preferentes especulativas están más sujetas a la actividad irracional que los bonos especulativos, de modo que, de vez en cuando, tales acciones preferentes están sobrevaloradas en el mercado, como sucede con las acciones ordinarias. Así, tenemos tres etapas posibles en el historial de precios de una acción preferente, en cada una de las cuales la cotización del mercado tiende a estar desperejada con el valor:

1. La primera etapa es la de la emisión original, cuando los inversores se convencen de comprar la oferta a un precio completo de inversión que no está justificado por su mérito intrínseco.
2. En la segunda etapa, la falta de mérito inversor se ha hecho manifiesta y el precio cae a nivel especulativo. Es probable que durante este

período el declive sea un poco exagerado por los motivos antes comentados.

3. A veces aparece una tercera etapa, en la que la emisión sube especulativamente de la misma manera que las acciones ordinarias. En tales ocasiones hay ciertos factores de importancia dudosa —como la cantidad de dividendos acumulados— que se exageran.

Más adelante expondremos un ejemplo de esta tercera e ilógica etapa.

La norma de «máxima valoración de las emisiones sénior». Ya sea como protección en contra de dejarse arrastrar por la propaganda típica de la tercera etapa o como guía general para gestionar las emisiones sénior especulativas, presentamos el siguiente principio de análisis financiero, al que llamaremos «Norma de la máxima valoración de emisiones sénior».

Una emisión sénior no puede valer, intrínsecamente, más de lo que valdría una acción ordinaria si ocupara la posición de una emisión sénior, sin productos júnior en circulación.

Esta afirmación se puede entender con mayor claridad a través de un ejemplo: La Empresa X y la Empresa Y tienen el mismo valor. La Empresa X tiene 80.000 acciones preferentes y 200.000 ordinarias. La Empresa Y solo tiene 80.000 acciones ordinarias y ninguna preferente. Nuestro principio afirma que una acción preferente de la Empresa X no puede valer más que una acción ordinaria de la Empresa Y. Eso es cierto porque la ordinaria de la Empresa Y representa el mismo valor que hay tanto detrás de las preferentes como de las ordinarias de la Empresa X.

En lugar de comparar dos empresas equivalentes como X e Y, podemos suponer que la Empresa X se ha recapitalizado, de modo que sus antiguas ordinarias se han eliminado y sus preferentes se convierten en su única emisión de acciones; es decir, las nuevas acciones ordinarias. Por ello, nuestro principio afirma el hecho evidente de que el valor de tales acciones ordinarias hipotéticas no puede ser menor que el valor de las preferentes a las que sustituye, porque este equivale a las preferentes más las antiguas ordinarias. La misma idea podemos aplicarla a un bono especulativo, seguido ya sea solo por una acción ordinaria, o por preferente y ordinaria. Si el bono se «ordinariza», es decir, si se supone que se convertirá en acción ordinaria, una vez eliminadas las antiguas emisiones de acciones, entonces el valor de las nuevas acciones ordinarias así creadas no podrá ser inferior al valor actual del bono.

Esta relación deberá mantenerse por muy elevados que sean la tasa del cupón o de dividendos, el valor nominal o el precio de liquidación de la

emisión sénior y, en especial, sea cual sea la cantidad de intereses o dividendos impagados que se haya acumulado. Puesto que, si tuviéramos unas acciones preferentes con acumulaciones de 1.000 dólares la acción, el valor de la emisión no podría ser superior si se tratara de una acción ordinaria (sin acumulación de dividendos) que representara la propiedad total de la empresa. Los dividendos impagados no pueden crear ningún valor adicional para los productos de la empresa; sencillamente afectan a la división del valor total entre las preferentes y las ordinarias.

Énfasis excesivo en la cantidad de dividendos acumulados. Aunque un breve análisis demostrará que las afirmaciones anteriores son prácticamente verdades manifiestas, el público tiende a no cumplir las normas más sencillas de la lógica una vez ha entrado en el juego. Por lo tanto, las acciones preferentes con grandes acumulaciones de dividendos se han prestado fácilmente a manipulaciones de mercado en las que las acumulaciones se convierten en la base de un gran aumento del precio, tanto en las preferentes como en las ordinarias. Un ejemplo excelente de dicho procedimiento lo proporcionaron las acciones de American Zinc, Lead and Smelting Company en 1928.

Las acciones preferentes de American Zinc se crearon en 1916 como dividendo de acciones sobre las ordinarias, de modo que la transacción acabó en una división de las antiguas ordinarias en preferentes y nuevas ordinarias. Las acciones preferentes recibieron un valor declarado de 25 dólares pero tenían todos los atributos de una acción de 100 dólares (6 dólares de dividendos acumulativos, valor de amortización y liquidación de 100 dólares). Esta maniobra fue evidentemente una manera de permitir cargar las acciones preferentes en el balance como un pasivo mucho menor de lo que realmente representaba. Entre 1920 y 1927 la empresa declaró numerosos déficits (excepto unos beneficios nimios en 1922); los dividendos preferentes fueron suspendidos en 1921, y en 1928 se habían acumulado unos 40 dólares por acción.

En 1928 la empresa se benefició moderadamente de una prosperidad imperante y apenas ganó 6 dólares por acción preferente. No obstante, las emisiones de la empresa estaban sujetas a una manipulación que hizo aumentar el precio de las preferentes de 35 en 1927 a 118 en 1928, mientras las ordinarias subían espectacularmente, de 6 a 57. Estos aumentos fueron acompañados de una serie de rumores sobre un plan para pagar los dividendos acumulados, aunque no se decía exactamente cómo. Como es natural, este final no llegó a materializarse.²⁹⁰

²⁹⁰ Pero años más tarde, en 1936, los dividendos preferentes acumulados fueron saldados mediante un plan de recapitalización que dio a los accionistas preferentes buena parte de las acciones ordinarias ampliadas.

La irracionalidad del espíritu jugador queda aquí bien ilustrada por la absurda aceptación de dividendos preferentes impagados como fuente del valor, tanto de las acciones preferentes como de las ordinarias. El argumento especulativo a favor de las acciones ordinarias dice así: «Los dividendos preferentes acumulados serán pagados. Eso será bueno para las acciones ordinarias. De modo que vamos a comprar acciones ordinarias». Según este razonamiento tan resbaladizo, si no hubiera dividendos preferentes impagados asociados a las ordinarias, serían acciones menos atractivas (incluso al mismo precio), porque entonces no habría ninguna perspectiva de plan maravilloso para despejar las acumulaciones.

Podemos utilizar el ejemplo de American Zinc para demostrar la aplicación práctica de nuestra «norma de la máxima valoración de emisiones sénior». ¿Estaban las preferentes de American Zinc demasiado altas a 118 en 1928? Suponiendo que los accionistas preferentes tuvieran toda la propiedad de la empresa, eso significaría entonces un precio de 118 para una acción ordinaria que obtuviera 6 dólares por acción en 1928 después de ocho años de déficit. Los especuladores, incluso en los agitados días de 1928, no se habrían sentido en absoluto atraídos por unas acciones ordinarias a este precio, de modo que la aplicación de nuestra norma debería haber impedido la compra de las acciones ordinarias a este valor hinchado.

La cotización de 57 alcanzada por las ordinarias de American Zinc fue evidentemente la culminación de la absurdidad, puesto que representó la siguiente valoración de la empresa:

Acciones preferentes, 80.000 acc. @ 118.....	9,440,000 \$
Acciones Ordinarias, 200.000 acc. a 57	<u>11.400.000</u>
Valoración total.....	20.840.000 \$
Beneficios, 1928	481.000
Beneficios medios, 1920-1927.....	188.000(d)

Para igualar esta valoración de la American Zinc Company, las hipotéticas acciones ordinarias (base de 80.000 acciones) tendrían que haberse vendido a 260 dólares la acción, obteniendo unos escasos 6 dólares y sin pagar dividendos. Esta cifra indica hasta qué punto el irresponsable público se desorientó con la explotación de los dividendos impagados.

American Hide and Leather Company ofrece otro ejemplo, aunque menos significativo, de lo mismo. Entre 1922 y 1928, ambos inclusive, no

hubo ningún año en que la empresa ganara más de 4,41 dólares en las preferentes, y los beneficios medios fueron muy escasos. En cambio, a lo largo de esos siete años, las acciones preferentes se vendieron hasta a 66 o más. Esta solidez recurrente se basaba en buena parte en el atractivo especulativo de los enormes dividendos preferentes acumulados, que durante esta etapa crecieron de unos 120 a 175 dólares por acción.

Si aplicamos nuestra norma, podemos considerar que las American Hide and Leather Preferred representan la propiedad total del negocio, lo que a todos los efectos era cierto. Luego tenemos unas acciones ordinarias que no han pagado dividendos durante muchos años y con unos beneficios medios, como mucho (si utilizamos como referencia el período 1922-1928) de apenas 2 dólares por acción. Es obvio que un precio de más de 65 por estas acciones ordinarias sería demasiado alto. Por lo tanto, este precio era excesivo para las American Hide and Leather Preferred, y la existencia de dividendos acumulados, por muy altos que fueran, tampoco afecta lo más mínimo esta conclusión.

La variación de la estructura de capital afecta al valor de mercado total de los productos financieros. De lo dicho anteriormente puede deducirse que el valor de una sola emisión de capital social ha de equivaler siempre a los valores combinados de cualquier emisión de acciones preferentes y ordinarias en las cuales se pueda dividir. En un sentido teórico eso es totalmente cierto, pero en la práctica puede no serlo porque una división de la capitalización en productos sénior y acciones ordinarias puede tener una auténtica ventaja sobre una sola emisión de acciones ordinarias. Este aspecto lo trataremos ampliamente en el apartado «Estructura de capitalización» del capítulo 40.

La distinción entre la idea que acabamos de proponer y nuestra «norma de la máxima valoración» puede aclararse de la siguiente manera:

1. Supongamos: Empresa X = Empresa Y
2. Empresa X tiene preferentes (P) y ordinarias (O); Empresa Y tiene solo ordinarias (O')
3. Lo que aparecería sería que:

$$\text{Valor de P} + \text{valor de O} = \text{valor de O'}$$

Cada lado de la ecuación representa valores iguales, o sea, el valor total de cada empresa.

No obstante esta aparente equivalencia, en la práctica no puede ser real porque el método de capitalización de preferentes y ordinarias puede tener

ventajas reales sobre una emisión solo de acciones ordinarias. Nuestra «norma de la máxima valoración», además, simplemente dice que el valor de P por sí solo no puede superar el valor de O'. Esto ha de ser cierto tanto en la práctica como en la teoría, excepto en el caso de que una actividad especulativa e irresponsable deje de lado cualquier consideración racional.

Nuestra norma se formula de forma negativa y, por lo tanto, es esencialmente negativa en su aplicación. Resulta muy útil para detectar ejemplos en los que las acciones o bonos preferentes no valen su precio de mercado. Para aplicarla positivamente sería necesario, en primer lugar, alcanzar un valor para las preferentes sobre una base común (es decir, que represente la propiedad total del negocio) y luego determinar qué deducción de este valor debe hacerse para reflejar la parte de la propiedad justamente atribuible a las acciones ordinarias existentes. A veces, este enfoque resultará útil para establecer el hecho de que una emisión sénior determinada vale más que su precio de mercado. Sin embargo, tal procedimiento nos lleva mucho más lejos del propio ámbito de las fórmulas matemáticas, hacia el difícil e indefinido campo de la valoración de acciones ordinarias que trataremos a continuación.

Cuarta parte

Teoría de la inversión de acciones
ordinarias. El factor dividendo

Introducción a la cuarta parte,
por Bruce Berkowitz

Déjate llevar

En ese crisol cultural del barrio urbano donde crecí, uno de los comercios más populares era la tienda de la esquina. Los vecinos de la zona acudían allí para hacer sus pequeñas compras diarias, ya fuera un periódico, una revista o un litro de leche. En cuanto los niños conseguíamos alguna moneda, camelándonos a los familiares o haciendo cualquier recado, no nos faltaba tiempo para acudir a la tienda a comprar caramelos, chicles o refrescos.

Su propietario tenía una caja registradora sobre un mostrador que estaba situado próximo a la puerta de entrada. A ella iba a parar todo el dinero de las compras de los clientes. Y de ella sacaba todo lo que necesitaba para surtir las estanterías, pagar el alquiler del local, mantener la tienda y retirarse un pequeño sueldo. Si después de todo eso le quedaba algo, siempre tenía la opción de utilizar el dinero remanente para el crecimiento del negocio, pagar deudas al contado o atender sus gastos personales.

Unos años después de haber comenzado a trabajar en el negocio de las inversiones, empecé a leer los informes anuales que escribía Warren Buffett, el presidente de Berkshire Hathaway, y estos me llevaron a los trabajos de Benjamin Graham y David Dodd. No tardé en darme cuenta de que las operaciones financieras de esta sencilla tienda de barrio constituían un buen ejemplo *free cash-flow*, o sea flujo de caja libre. Graham y Dodd se refieren a este remanente de efectivo como «rentabilidad» o «beneficios del propietario». Se trata de la cantidad de dinero que el propietario puede guardarse en el bolsillo después de cancelar todos los gastos y hacer las inversiones necesarias para mantener el negocio. Este flujo de caja libre es el pozo del que se sacan todos los rendimientos, ya sean dividendos, recompras de acciones o inversiones susceptibles de incrementar los futuros rendimientos.

Graham y Dodd fueron de los primeros que aplicaron minuciosamente el análisis financiero a las acciones ordinarias. Hasta entonces, los análisis de inversiones más importantes se habían centrado en los títulos de renta fija. Graham y Dodd argumentaron que las acciones, al igual que los bonos, tenían un valor muy bien definido que estaba basado en un flujo continuo de rendimientos futuros. En los bonos, esos réditos consisten en pagos específicos realizados mediante compromisos contractuales. En las acciones, los réditos consisten en dividendos que deben pagarse con el dinero de los beneficios de la empresa o bien en dinero que ha sido reinvertido en el negocio en lugar de utilizarse para pagar dividendos.

A través del examen de los activos de un negocio y de su capacidad de beneficios (o *cashflow*), Graham y Dodd argumentaron que el valor de los rendimientos futuros podía calcularse con bastante exactitud. Una vez determinado, este valor puede ayudarte a decidir si compras las acciones o no. Un valor calculado en 20 dólares por unas acciones que se venden a 10 dólares la acción permitiría un margen de beneficios incluso si la estimación fuera de unos cuantos dólares más. No obstante, si se calcula un valor de 12 dólares por acciones que se venden a 10 dólares cada una, la compra no daría un buen resultado; incluso pese a que las acciones estuvieran de alguna manera subestimadas, no habría un margen de error suficiente.

Saca punta al lápiz

El problema fundamental de la inversión de capital es cómo valorar una empresa. En la década de 1930, se evaluaban los activos tangibles o materiales. La razón era que, en esa época, mucha de la capitalización de la Bolsa estaba basada en las materias primas (principalmente empresas mineras), transporte (ferrocarriles), servicios públicos e industrias. Todos estos sectores tenían cantidades significativas en instalaciones, equipamientos y existencias. Hoy en día, las empresas de servicios son las que dominan el ámbito económico, e incluso en la industria, buena parte de ese capital de la empresa que procede de los intangibles —software, marcas adquiridas, clientes, productos en cartera— no aparecen explícitamente en el balance. Por ejemplo, un relativamente pequeño valor de software de compañías como Oracle y Microsoft o una empresa de servicios, como Automated Data Processing, quedan absorbidos por los activos tangibles.

En Fairholme, para valorar el capital, debemos empezar por calcular el *free cash-flow*. Comenzamos con el rendimiento neto según se define en los «principios de contabilidad generalmente aceptados» (PGCA).

Después hacemos un cálculo inverso de los cargos que no implican efectivo, tales como la depreciación y la amortización, que se realizan mediante la aplicación de fórmulas basadas en los costes históricos (depreciación de los activos tangibles, amortización de los intangibles), aunque puede que no reflejen un efecto negativo en los activos que, de verdad, tienen valor.

Aún así, con el tiempo, la mayor parte de los activos ven deteriorado su valor, y eso es un aspecto que hay que tener en cuenta. Por esa razón, nosotros restamos una cantidad estimada del coste de mantenimiento de los activos tangibles de la empresa, como pueden ser oficinas, instalaciones, existencias y equipos; y activos intangibles, como flujo de clientes e identidad de marca. En este nivel la inversión, estratégicamente situada, se debe mantener la estabilidad de los beneficios del negocio.

Sin embargo, eso es solo el principio. Por ejemplo, las empresas suelen distorsionar los costes de las pensiones de jubilación de los empleados y de sus beneficios médicos tras la jubilación. También acostumbran a sobrevalorar los beneficios de los rendimientos de sus planes futuros de inversión o a subestimar los costes médicos futuros, de manera que al hacer el análisis del *free cash-flow* es preciso ajustar los números para que reflejen esas alteraciones.

Es frecuente que muchas empresas revelen una menor cantidad de lo que pagan realmente por sus directivos. Por ejemplo, hasta hace pocos años, la mayoría de empresas no contaba los costes de las cesiones de opciones de compra de acciones como remuneración de los empleados, ni estos costes aparecían en otro tipo de partida. Algunas compañías llegaron tan lejos que intentaron enmascarar este gasto de las opciones recomprando importantes cantidades de acciones en el mercado libre como contrapartida a las opciones de compra ejercidas por los empleados. El problema es que, a menudo, las empresas estaban pagando mucho más en el mercado libre de lo que recibían por parte de aquellos empleados que hacían efectivas las opciones de compra que se les habían concedido años atrás. Esta diferencia en raras ocasiones se declaraba oficialmente como uno de los costes del negocio.

Otra fuente de resultados contables derivados procede de los contratos de suministros a largo plazo. Por ejemplo, cuando la desaparecida Enron firmó una negociación a largo plazo mediante un acuerdo de suministros, la compañía estimó, con mucho optimismo, el valor neto actualizado de los beneficios futuros del acuerdo y lo imputó a los beneficios del ejercicio comente, pero no recibió efectivo alguno. Enron ha desaparecido, pero no esta práctica. Las aseguradoras y los bancos todavía tienen una considerable libertad de acción en el modo en que estiman las pérdidas

futuras que proceden de casos de pólizas de seguros o de impagos de préstamos. Y, para cualquier empresa, las pérdidas y ganancias de contratos derivados son difíciles de determinar con precisión, ya que los mercados para estos instrumentos son escasos.

Algunas declaran menos *d o free cash-flow* porque emplean para su desarrollo lo destinado al coste de las inversiones. Por ejemplo, incluir un seguro de automóvil en la compra de un vehículo puede costar entre un 20 y un 30% más que el efectivo recibido de los nuevos tomadores de la póliza durante el primer año. Alguno de estos costes excesivos se calculan para reemplazar a los clientes que no renovaron sus pólizas. Pero si el número de tomadores del seguro aumenta, una porción del gasto representará el crecimiento de la inversión. GEICO, la filial de Berkshire Hathaway, hace precisamente esto y, como resultado, los ingresos contables subestiman el *free cash-flow* dando por sentado la estabilidad del negocio.

Cuando Microsoft vende un programa de Windows, la compañía reconoce que los futuros costes por dar el servicio forman parte de la venta. Microsoft justifica estos costes expandiendo los ingresos y gastos a lo largo de una serie de ejercicios contables. El resultado es el aplazamiento de los beneficios a ejercicios posteriores y, de este modo, la compañía consigue tener un «colchón» para posibles acontecimientos adversos que puedan ocurrir en el futuro.

Todas estas convenciones de contabilidad no líquida ilustran la dificultad que existe en identificar *free cash-flow* corriente. Más aún, estamos lejos de hacerlo. Lo que mis socios y yo trataremos de averiguar posteriormente es (a) cuánto representa el *cash-flow* corriente con respecto a los flujos anteriores, y (b) ¿esto es creciente o decreciente?, o sea, ¿la compañía tiene el viento a favor o en contra?

***Cash-flow* donde menos te lo esperas**

Es sabido que una compañía que afrontó vientos en contra en 2008 fue Mohawk Industries, una empresa de tapicería y pavimentos que compramos en 2006 a un precio bajo de 60 dólares. Por aquel entonces, la compañía declaraba unos beneficios PCGA de 6,70 dólares por acción, sin embargo, nuestro análisis mostraba un *free cash-flow* de 9 dólares por acción. ¿Por qué el *cash-flow* era mucho mayor que los beneficios? En primer lugar, Mohawk había crecido mediante la adquisición de pequeños operadores como parte de su consolidación a escala industrial, de ese modo ganó economías de escala que le permitieron reducir los gastos de capital y reducir aún más sus necesidades de capital circulante. Y lo que todavía es más importante, el uso de PCGA llevó a que Mohawk hiciera

importantes cargos contra sus beneficios para amortizar los activos intangibles que había cogido en sus desenfundadas compras. (La diferencia entre lo que una empresa paga por una adquisición y el valor contable de la compañía adquirida aparece en el balance como un activo intangible denominado «elementos inmateriales del fondo de comercio».) Estos cargos redujeron el rendimiento neto, si bien no sacaron ningún efectivo fuera del negocio. Dicho esto, calculamos que Mohawk estaba vendiendo a menos de siete veces su *free cash-flow*, lo que resultaba una valoración muy atractiva. Eso podía compararse a comprar un bono que rindiera el 14% con ciertas probabilidades de que con el tiempo los pagos del cupón aumentarían.

En 2008, en medio de una grave depresión del mercado de la vivienda (la mayor parte de las empresas de tapicería y pavimentos se metieron en la construcción), Mohawk Industries todavía estaba generando de 6 a 7 dólares *de free cash-flow*. Los títulos a 75 dólares la acción se vendían entre 11 o 12 veces su *free cash-flow*, lo que todavía constituía un notable atractivo para una empresa que estaba en una fase cíclica descendente. Cierto, los ingresos caían en recesión, pero la consolidación del sector había erradicado con creces lo que una vez fue una incontrolada carrera de recortes de precios entre los fabricantes. De hecho, los fabricantes eran capaces de pasar los costes aumentados de las materias primas a los compradores. Eso ayudó a preservar los márgenes de beneficio y el *cash-flow*. Mientras el sector de la tapicería y pavimentación continúa fluctuando con la economía, la gerencia de Mohawk ha sido capaz de mantener estable su formación *dt free cash-flow*.

No nos sorprende que los inversionistas que buscan empresas con buenos *cash-flow free* encuentren a menudo industrias establecidas, como el negocio de los pavimentos. El capital necesario para su crecimiento es limitado y las exigencias financieras son modestas, de manera que el efectivo libre (*free cash*) es abundante. Este no es normalmente el caso de las compañías de alto crecimiento, aunque a veces un análisis meticuloso descubre alguna como la EchoStar Corp., filial de la empresa de televisión por satélite DISH.

La empresa comenzó a cotizar en Bolsa en 1995, bajo la premisa de que había espacio para otro suministrador de televisión. En el año 2000, en el momento más álgido del furor de Wall Street por la tecnología, EchoStar tenía 3.400.000 suscriptores, un valor de explotación (valor de mercado del capital más deuda neta) de casi 30.000 millones de dólares, y unas pérdidas anuales declaradas de casi 800.000.000 de dólares. Sin embargo, la empresa todavía gastaba efectivo de manera incontrolada, puesto que trataba de construir sus infraestructuras y la base de compras, lo que le restaba mucho de los valores de los inversionistas de radares.

En cinco años, el avance fue rápido, de modo que la cuenta de suscriptores se puso por encima de los 12.000.000. Con muchos de los gastos iniciales detrás, el *cash-flow* fluía y crecía (las cuotas mensuales de los suscriptores constituyen un caudal de beneficios bastante fiable). Sin embargo, en 2005, el valor de explotación era solo de 17.000.000 de dólares. Está claro que el mercado no le concedía mucho crédito a la compañía por sus habilidades para generar dinero. Eso permitió que Fairholme comprara las acciones en un excelente negocio de franquicia con un rendimiento de *free cash-flow* de dos dígitos, mientras que las inversiones de riesgo libre estaban pagando el 5%.

Algunas empresas producen abundante *cash-flow*, pero sus estructuras corporativas lo enmascaran. Este es el caso de Leucadia National, una sociedad de cartera con una mezcla de diversos negocios. La cartera de negocios de Leucadia se asemeja a la de Berkshire Hathaway de Warren Buffet. Mientras que todas estas empresas juntas no producen necesariamente un *cash-flow fijo* para la sociedad en cartera, este puede ser muy beneficioso para la filial, cuyo valor favorecerá, en última instancia, a la compañía madre. El flujo de caja libre de Leucadia es bastante variable e impredecible, principalmente porque sus directivos siempre están comprando y vendiendo negocios de su cartera. Sin embargo, la gerencia ha demostrado ser hábil en la utilización del efectivo de la empresa. Su capital contable neto se ha calculado en cerca del 25% anual durante casi tres décadas. Si usted invierte en una compañía como Leucadia o Berkshire Hathaway está depositando sus cuentas en la habilidad de sus directivos para descubrir inversiones con un alto *cash-flow*.

Leucadia y Berkshire Hathaway nos señalan otro importante aspecto al evaluar el *free cash-flow*: el modo en como la gerencia utiliza el efectivo y cómo esas decisiones incrementan el valor de los accionistas. Como hemos dicho anteriormente, el *free cash-flow* puede ser o bien devuelto a los accionistas mediante dividendos o recompras de acciones, o bien puede volverse a invertir en el negocio. Graham y Dodd consideraban equivalentes las devoluciones de dinero a los accionistas y los dividendos. Las ventajas fiscales de las recompras de acciones apenas se han tomado en cuenta en las decisiones de dotación de capital y, de hecho, tienen poco interés para los inversionistas institucionales que dominan hoy en día el mercado.

En la actualidad, las recompras de acciones con precios rebajados son claramente preferibles a los dividendos. El factor decisivo aquí es el precio. Si la empresa compra acciones tasadas en menos de su valor, los accionistas que vendan sufren las consecuencias, mientras que los accionistas a largo plazo se benefician. Si la empresa compra sus acciones

a precios que están inflados, los vendedores se benefician y los accionistas, a largo plazo, pierden. Los inversionistas en valores, como tienen una orientación a largo plazo, buscan generalmente compañías que recompren sus acciones durante los períodos de tasaciones bajas.

La gerencia debe decidir cuándo devolver el efectivo a los accionistas y cuándo invertirlo. Los beneficios invertidos con inteligencia generarán futuros *free cash-flow* más altos. Por otra parte, los beneficios escasamente invertidos acaban con el valor. Warren Buffett ha sido un indiscutible genio de la asignación de capital durante cincuenta años y a nadie le importa que Berkshire Hathaway no pague dividendos. Algunas gerencias, además, especialmente aquellas de los sectores competitivos, prefieren beneficiar a sus inversores devolviéndoles capital antes que volverlo a reinvertir en el negocio por unas tasas de rentabilidad baja.

Los dividendos como señales

Tradicionalmente los consejos de administración corporativos se han inclinado por fijar los pagos netos en niveles en los que estos pueden ser cubiertos cómodamente por los beneficios. De eso modo, en las épocas de prosperidad, se retiene una buena parte de los beneficios. En los épocas malas, los dividendos suelen mantenerse, incluso si superan el *free cash-flow*. Los consejos de administración deberían hacer esto para expresar con ello su confianza en el negocio a largo plazo. Si los beneficios van en aumento, el consejo aumentará proporcionalmente los dividendos, aunque a un ritmo más lento que los beneficios.

En la actualidad, los inversionistas investigan las políticas de dividendos de las empresas como si se tratara del escaparate donde puede verse cuál es la filosofía de la gerencia sobre la durabilidad del *free cash-flow*. Cuando los cambios en el *cash-flow* son temporales es conveniente que las compañías no ajusten los dividendos. Si la dirección cree que los cambios pueden ser permanentes, ajustará los dividendos en consonancia a estos. Si estima que las nuevas oportunidades de inversión son de bajo riesgo, podrá financiarlas con deuda sin tocar los dividendos. Si considera que las nuevas oportunidades tienen cierto riesgo, deberá financiarlas mediante una reducción de los dividendos. Siempre y cuando que estas estrategias se lleven a cabo con honestidad, ayudarán a los inversionistas a extrapolar el *cash-flow* actual para calcular el futuro y posible *cash-flow* y, por consiguiente, el valor neto real. En este contexto, un nivel de dividendos elevado sería un factor positivo a la hora de realizar la valoración de capital.

El peligro sin embargo es que la directiva de la empresa puede tratar de manipular los dividendos para crear una imagen favorable del futuro

cash-flow. Las compañías bajo presión, como ha sido el caso de General Motors o Citigroup, nunca reducen a tiempo los dividendos. En estos casos, los inversionistas que compran acciones con un inusual rendimiento de abundantes dividendos, pero con los parámetros fundamentales deteriorados, están buscándose problemas, ya que es posible que estos dividendos acaben hechos pedazos. Las empresas que prefieren pagar dividendos con el producto del capital recién emitido antes que con el *free cash-flow* es probable que manipulen, mediante señales falsas, a los inversores. Los fondos de inversiones en capital inmobiliario y los fondos de renta, que deben pagar a los accionistas todas sus ganancias, son reacios, de forma similar, a reducir sus distribuciones establecidas.

Por otra parte, las empresas que disponen de efectivo libre (*free cash*) para distribuir y escasas posibilidades de inversión deberían hacer pagos netos de dividendos más elevados. También las empresas como Dell Computer y Amazon, que operan con un considerable capital circulante—recaudan de sus compradores antes de pagar a sus proveedores— y una pequeña inversión fija, tienen muy poca necesidad de reinvertir los beneficios, pese a que persistan en no pagar dividendos y acumular grandes cantidades de efectivo.

Pero ¿de quién es el efectivo?

Una empresa que tenga una gran reserva de efectivo escondida y la habilidad de generar una mayor es un buen comienzo. Sin embargo, el dinero no le sirve al accionista a menos que la dirección de la empresa decida realizar inversiones inteligentes con él, o se lo devuelva a sus propietarios mediante dividendos o recompras de acciones. El talento de los directivos y los objetivos son cruciales.

En ocasiones, hay tanto efectivo que este no se puede ignorar, pese a que esté controlado por personas que no quieren invertirlo ni distribuirlo. En esos casos, los inversores activistas son los que suelen correr grandes riesgos y, por ello, presionan a los directivos para que «desbloqueen el efectivo» de la empresa y, si no lo consiguen, tratan de sustituir a dichos directivos. De una u otra manera, si hay el suficiente dinero en la caja registradora, alguien encontrará la forma de sacarlo.

Capítulo 27

Teoría de la inversión en acciones ordinarias

En nuestra explicación introductoria expusimos cuáles son las dificultades asociadas al esfuerzo de aplicar la técnica analítica a las situaciones especulativas. Puesto que los factores especulativos tienen mucha importancia en las acciones ordinarias, se deduce que el análisis de tales emisiones probablemente acabará siendo inconcluso e insatisfactorio; e incluso cuando parezca ser concluyente, existe el peligro de que resulte engañoso. En este punto es preciso considerar las funciones del análisis de acciones ordinarias con mayor detalle. Debemos partir de tres premisas realistas. La primera es que las acciones ordinarias tienen una importancia básica en nuestra estructura financiera y resultan fascinantes para mucha gente; la segunda es que los propietarios y compradores de acciones ordinarias están generalmente ansiosos por llegar a una idea inteligente de su valor; la tercera es que, incluso cuando el motivo subyacente de su compra es meramente la avaricia especulativa, la naturaleza humana desea ocultar este impulso tan poco amable tras una lógica aparente y el sentido común. Si tomamos el aforismo de Voltaire, podría decirse que, si no existiera algo como el análisis de acciones ordinarias, habría que falsificarlo.

Amplios méritos del análisis de acciones ordinarias. De este modo nos enfrentamos a la siguiente cuestión: ¿hasta qué punto es el análisis de acciones ordinarias un ejercicio válido y realmente valioso, y hasta qué punto es una ceremonia vacía pero indispensable que asiste a la apuesta del dinero en el futuro de los negocios y de la Bolsa? Finalmente llegaremos a la siguiente respuesta: «En relación a las acciones ordinarias clásicas —una emisión elegida al azar de entre las que cotizan— un análisis, por muy elaborado que sea, es poco probable que aporte una conclusión fiable en cuanto a su atractivo o valor real. Pero, en casos concretos, el resultado puede ser tal que permita alcanzar conclusiones razonablemente seguras extraídas del proceso de análisis». Se deduciría que el análisis tiene un valor positivo o científico solamente en casos de acciones ordinarias excepcionales, y que para las acciones ordinarias en

general debe considerarse un instrumento algo dudoso para el criterio especulativo, o como un método altamente ilusorio de apuntar a valores que desafían los cálculos y que, de alguna manera, deben calcularse de todos modos.

Tal vez la manera más efectiva de aclarar el tema es mediante el enfoque histórico. Un estudio de este tipo arrojará luz no solo sobre el estatus cambiante del análisis de acciones ordinarias, sino también sobre un tema de primordial importancia muy vinculado a él, es decir, la teoría de la inversión en acciones ordinarias. Para empezar, nos encontraremos con una serie de principios establecidos hace muchos años y aparentemente lógicos referidos a la inversión en acciones ordinarias. Sin embargo, la aparición de nuevas condiciones han comportado que la validez de dichos principios deba replantearse. Dicho replanteamiento dará lugar a un concepto totalmente distinto de la selección de acciones ordinarias, la llamada «teoría de la nueva época», que debajo de su plausibilidad superficial esconde posibilidades de hacer trampas inconfesables. Con la teoría de antes de la guerra ya obsoleta y la teoría de la nueva época explotada, deberemos determinar una nueva serie de principios razonablemente fiables y lógicos sobre la inversión en acciones ordinarias.

Historia del análisis de acciones ordinarias. Si analizamos la historia del análisis de acciones ordinarias, observaremos que durante los últimos treinta años han prevalecido dos factores en conflicto. Por un lado ha habido un aumento del prestigio inversor de las acciones ordinarias como categoría, debido principalmente al número creciente que ha arrojado beneficios considerables, dividendos continuados y un estado financiero muy sólido. Por otro lado, junto a esta evolución, hay que destacar un considerable incremento en la frecuencia y la idoneidad de los informes corporativos, que proporcionaban al público y a los analistas financieros abundantes datos estadísticos. Finalmente se construyó una impresionante teoría que afirmaba la preeminencia de las acciones ordinarias como inversión a largo plazo. Sin embargo, cuando el interés en las acciones ordinarias llegó a su punto álgido, en el período entre 1927 y 1929, la base de valoración empleada por el público comprador de acciones se alejó cada vez más del enfoque objetivo y de la técnica del análisis de productos financieros y comenzó a preocuparse por los elementos relativos a la potencialidad y la predicción. Además, la creciente inestabilidad en los asuntos de las empresas y grupos de empresas industriales, que ha socavado la calidad inversora de los bonos en general, ha sido todavía más hostil hacia el mantenimiento de una verdadera calidad inversora en las acciones ordinarias.

Análisis viciado por dos tipos de inestabilidad. En qué medida el análisis de acciones ordinarias se ha visto viciado por estas dos evoluciones, (1) la inestabilidad de los tangibles y (2) la importancia dominante de los intangibles. Eso puede verse más claramente mediante una comparación de las acciones ordinarias concretas antes de 1920 y en años posteriores. Veamos cuatro ejemplos típicos: Pennsylvania Railroad; Atchison, Topeka and Santa Fe Railway; National Biscuit, y American Can.

TABLA 27.1

Pennsylvania Railroad Company

Año	Margen acciones	Beneficio p/acción	Pagado p/acción
1904	70-56	4,63 \$	3,00 \$
1905	74-66	4,98	3,00
1906	74-61	5,83	3,25
1907	71-52	5,32	3,50
1908	68-52	4,46	3,00
1909	76-63	4,37	3,00
1910	69-61	4,60	3,00
1911	65-59	4,14	3,00
1912	63-60	4,64	3,00
1913	62-53	4,20	3,00
1923	48-41	5,16	3,00
1924	50-42	3,82	3,00
1925	55-43	6,23	3,00
1926	57-49	6,77	3,125
1927	68-57	6,83	3,50
1928	77-62	7,34	3,50
1929	110-73	8,82	3,875
1930	87-53	5,28	4,00
1931	64-16	1,48	3,25
1932	23-7	1,03	0,50
1933	42-14	1,46	0,50
1934	38-20	1,43	1,00
1935	33-27	1,81	0,50
1936	45-28	2,94	2,00
1937	50-20	2,07	1,25
1938	25-14	0,84	0,50

TABLA 27.2

Atchison, Topeka, and Santa Fe Railway Company

Año	Margen acciones	Beneficio p/acción	Pagado p/acción
1904	89-64	9,47* \$	4,00 \$
1905	93-78	5,92*	4,00
1906	111-85	12,31*	4,50
1907	108-66	15,02*	6,00
1908	101-66	7,74*	5,00
1909	125-98	12,10*	5,50
1910	124-91	8,89*	6,00
1911	117-100	9,30*	6,00
1912	112-103	8,19*	6,00
1913	106-90	8,62*	6,00
1923	105-94	15,48	6,00
1924	121-97	15,47	6,00
1925	141-116	17,19	7,00
1926	172-122	23,42	7,00
1927	200-162	18,74	10,00
1928	204-183	18,09	10,00
1929	299-195	22,69	10,00
1930	243-168	12,86	10,00
1931	203-79	6,96	10,00
1932	94-18	0,55	2,50
1933	80-35	1,03(d)	—
1934	74-45	0,33	2,00
1935	60-36	1,38	2,00
1936	89-59	1,56	2,00
1937	95-33	0,60	2,00
1938	45-22	0,83	—

* Años fiscales acabados el 30 de junio.

American Can eran un ejemplo típico de las acciones especulativas anteriores a la guerra. Y eran especulativas por tres razones suficientes: (1) no pagaban dividendos; (2) tenían beneficios escasos e irregulares y (3) la emisión estaba «aguada», es decir, buena parte de su valor declarado no representaba una inversión real en el negocio. Sin embargo, Pennsylvania, Atchinson y National Biscuit estaban consideradas acciones ordinarias de

inversión, también por tres razones buenas y suficientes: (1) mostraban un historial satisfactorio de dividendos continuados; (2) sus beneficios superaban con razonable estabilidad los dividendos, y (3) cada dólar de acción estaba respaldado por un dólar o más de inversión real en el negocio.

TABLA 27.3
National Biscuit Company

Año	Margen acciones	Beneficio p/acción	Pagado p/acción
1909	120-97	7,67* \$	5,75 \$
1910	120-100	9,86*	6,00
1911	144-117	10,05*	8,75
1912	161-114	9,59*	7,00
1913	130-104	11,73*	7,00
1914	139-120	9,52*	7,00
1915	132-116	8,20*	7,00
1916	131-118	9,72*	7,00
1917	123-80	9,87†	7,00
1918	111-90	11,63	7,00
	(antigua base)‡	(antigua base)‡	(antigua base)‡
1923	370-266	35,42 \$	21,00 \$
1924	541-352	38,15	28,00
1925	553-455	40,53	28,00
1926	714-518	44,24	35,00
1927	1.309-663	49,77	42,00
1928	1.367-1.117	51,17	49,00
1929	1.657-980	57,40	52,50
1930	1.628-1.148	59,68	56,00
1931	1.466-637	50,05	49,00
1932	820-354	42,70	49,00
1933	1.061-569	36,93	49,00
1934	866-453	27,48	42,00
1935	637-389	22,93	31,50
1936	678-503	30,28	35,00
1937	584-298	28,35	28,00
1938	490-271	30,80	28,00

* Beneficios del año acabado el 31 ene. del año siguiente.

† Once meses acabados el 31 dic. de 1917.

‡ Acciones divididas 4 por 1 en 1922, seguido de un 75% de dividendo de acciones. En 1930 se volvió a dividir 2½ por 1. Las cifras publicadas aplicables a nuevas acciones eran una séptima parte de las dadas arriba para 1923-1929. Igualmente, las cifras de 1930-1938 son 17½ veces las cifras publicadas de estos años.

Si estudiamos el margen de precios de mercado de estas emisiones durante la década anterior a la Primera Guerra Mundial (o el periodo 1909-1919 de National Biscuit), nos damos cuenta de que American Can fluctuaba ampliamente de un año al otro a la manera normalmente asociada a los vehículos especulativos, pero que Pennsylvania, Atchinson, y National Biscuit mostraban variaciones mucho menores y, obviamente, tendían a oscilar alrededor de un precio base (es decir, 97 para Atchinson, 64 Pennsylvania y 120 National Biscuit) que parecía representar una visión bien definida de su inversión o valor intrínseco.

TABLA 27.4
American Can Company

Año	Margen acciones	Beneficio p/acción	Pagado p/acción
1904	.....	0,51* \$	0
1905	.....	1,39(d)†	0
1906	.....	1,30(d)‡	0
1907	8-3	0,57(d)	0
1908	10-4	0,44(d)	0
1909	15-8	0,32(d)	0
1910	14-7	0,15(d)	0
1911	13-9	0,07	0
1912	47-11	8,86	0
1913	47-21	5,21	0
1923	108-74	19,64	5,00 \$
1924	164-96	20,51	6,00
1925	297-158	32,75	7,00
	(antigua base)§	(antigua base)§	(antigua base)§
1926	379-233	26,34	13,25
1927	466-262	24,66	12,00
1928	705-423	41,16	12,00
1929	1.107-516	48,12	30,00
1930	940-628	48,48	30,00
1931	779-349	30,66	30,00
1932	443-178	19,56	24,00
1933	603-297	30,24	24,00
1934	689-542	50,32	24,00
1935	898-660	34,98	30,00
1936	825-660	34,80	36,00
1937	726-414	36,48	24,00
1938	631-425	26,10	24,00

* Año fiscal acabado en 31 mar, 1905.

† Nueve meses acabados en 31 dic, 1905.

‡ Excluidas pérdidas por incendio de 58 centavos/acción.

§ Las acciones se dividieron 6 a 1 en 1926. Las cifras publicadas aplicables a nuevas acciones eran una sexta parte de las facilitadas para 1926-1938.

Concepción de la inversión en acciones ordinarias anterior a la guerra. En síntesis, la relación anterior a la guerra entre análisis e inversión por un lado, y margen de precios y especulación por otro, puede establecerse de la siguiente manera: la inversión en acciones ordinarias estaba limitada a las empresas que mostraban unos dividendos estables y unos beneficios razonablemente también estables; y del mismo modo se esperaba que dichas emisiones, a su vez, mantuvieran un nivel bursátil relativamente estable. La función del análisis era principalmente localizar elementos de debilidad en el conjunto. Si las ganancias no se declaraban correctamente; si el balance revelaba una posición circulante pobre o la deuda financiada crecía demasiado rápido; si la planta de la empresa no se mantenía adecuadamente; si existía la amenaza de nuevos y peligrosos competidores o si la empresa estaba perdiendo pie en el sector; si la directiva se estaba deteriorando o tendía a cambiar a peor, cualquiera de estos defectos u otros podían ser suficiente como para condenar la emisión desde el punto de vista del inversor cauteloso.

Desde un punto de vista positivo, el análisis se ocupaba de encontrar las emisiones que cumplieran con todos los requisitos de la inversión y que, además, ofrecían las mejores probabilidades de mejora futura. El proceso era, en buena medida, cuestión de comparar emisiones similares en la categoría de inversión; por ejemplo, el grupo de ferrocarriles Northwestern, que pagaba dividendos. Se podía poner un mayor énfasis en los resultados relativos del pasado, sobre todo los beneficios medios en relación al precio y la estabilidad en la curva de beneficios. En menor medida, el analista buscaba mirar al futuro y seleccionar los sectores o las empresas que parecían tender a mostrar el máximo crecimiento.

Especulación caracterizada por el énfasis en las perspectivas futuras. En el período anterior a la guerra se consideraba que siempre que se hacía un mayor énfasis en lo que se esperaba del futuro, en lugar de en lo que se había conseguido en el pasado, se estaba adoptando una actitud especulativa. Especulación, en su etimología, significaba mirar hacia delante; la inversión estaba vinculada a los «derechos adquiridos»: a los derechos sobre la propiedad y los valores anclados en el pasado. Veamos el caso de un comprador de acciones ordinarias de American Can en 1910. Podía haberlas adquirido creyendo que su precio iba a aumentar o subir, o que sus beneficios aumentarían o que pronto pagaría dividendos o, posiblemente, que estaba destinado a evolucionar hacia una de las mayores industrias del país. Teniendo en cuenta el período prebélico, aunque una de estas razones podía haber sido más inteligente o meritoria que las otras, cada una de ellas constituía un motivo especulativo de compra.

Técnica de inversión en acciones ordinarias parecida a la de los

bonos. Evidentemente, había un fuerte parecido entre la técnica de inversión en acciones ordinarias y la de inversión en bonos. El inversor en acciones ordinarias buscaba también un negocio estable y que mostrara un margen de beneficios adecuado por encima de los requisitos de dividendos. Naturalmente tenía que conformarse con un menor margen de seguridad del que habría exigido para un bono, una desventaja que quedaba compensada por una alta rentabilidad (un 6% era estándar de unas buenas acciones ordinarias, comparado con el 4 1/2% de un bono con la máxima calificación), por la posibilidad de un aumento de los dividendos si la empresa seguía prosperando, y —generalmente menos importante para él—, por la posibilidad de unos beneficios. Un inversor en acciones ordinarias probablemente se consideraba que estaba en una posición bastante parecida a la de un comprador de bonos de segundo grado; básicamente, su operación consistía en sacrificar cierto grado de seguridad a cambio de una rentabilidad mayor. Los ejemplos de Pennsylvania y Atchison durante la década de 1904-1913 proporcionarán una confirmación específica de la anterior descripción.

La compra de acciones ordinarias considerada como una participación en la empresa. Otra aproximación útil a la actitud del inversor en acciones ordinarias anterior a la guerra es posible hacerla desde el punto de vista del que se interesa en un negocio privado. El típico inversor en acciones ordinarias era un hombre de negocios, y para él parecía razonable valorar cada empresa corporativa de la misma manera que evaluaría su propio negocio. Eso significaba que prestaba la misma atención a los activos que había detrás de las acciones que a su propio historial de beneficios. Es importante no perder de vista el hecho de que un negocio particular siempre se ha valorado sobre la base de su «valor neto», como se muestra en su informe. Un hombre que se plantee la compra de una parte de la sociedad o de intereses accionariales en una empresa privada empezará siempre por analizar el valor de estos intereses «en los libros», es decir, el balance, y luego valorará si el historial y las perspectivas son lo bastante buenos para que dicho compromiso resulte atractivo. Obviamente, un interés en un negocio privado puede venderse por más o por menos su valor proporcional de activos; pero el valor en los libros, o contable, sigue siendo, invariablemente, el punto de partida del cálculo, y el trato al final se hace y se considera según los términos de la prima o el descuento sobre el valor contable implicado.

En términos generales, la misma actitud se había adoptado anteriormente en las compras como inversión de acciones ordinarias negociables. El primer punto de partida era el valor nominal, que presumiblemente representaba la cantidad de efectivo o de propiedad pagada originalmente al negocio: la segunda cifra elemental era el valor

contable, representado en el valor nominal más un interés tasable en el excedente acumulado. De este modo, al considerar unas acciones ordinarias, los inversores se preguntaban: «¿Es esta emisión una compra apetecible por la prima por encima de su valor contable, o el descuento por debajo del valor contable, representados por el precio de mercado?». Se hablaba a menudo negativamente de las «acciones aguadas», como si fueran el engaño practicado hacia los inversores en acciones ordinarias, que se encubrían con informes ficticios de los activos que había detrás de las acciones. Así, una de las funciones protectoras del analista de productos financieros era descubrir si el valor de los activos fijos que se declaraban en el balance de una empresa representaba con fidelidad el coste real o el valor razonable de las propiedades.

Inversión en acciones ordinarias basada en un concepto triple: Vemos, por tanto, que la inversión en acciones ordinarias estaba anteriormente basada en el triple concepto de: (1) un reparto de dividendos adecuado y establecido, (2) una historia de beneficios estable y correcta, y (3) un fondo satisfactorio de activos tangibles. Cada uno de estos tres elementos podría ser objeto de un cuidadoso estudio analítico, considerando la emisión tanto por sí sola como en comparación con otras de su categoría. Los compromisos de acciones ordinarias motivados por cualquier otro punto de vista se calificaban de especulativos y no se esperaba que estuvieran justificados por un análisis serio.

La teoría de la nueva época

Después de guerra, y en particular en la última etapa del mercado al alza que culminó en 1929, el público adoptó una actitud totalmente distinta hacia los méritos inversores de las acciones ordinarias. Dos de los tres elementos antes citados perdieron casi todo su significado, y el tercero, el historial de beneficios, adoptó un cariz totalmente nuevo. La nueva teoría o principio puede resumirse con esta frase: «El valor de una acción ordinaria depende totalmente de lo que ganará en el futuro».

A partir de esta sentencia se deducen los siguientes corolarios:

1. Que la tasa de dividendos debía tener una ligera relación con el valor.
2. Que, puesto que no había una relación aparente entre activos y poder de ganancia, el valor de los activos carecía totalmente de importancia.
3. Que los beneficios del pasado solo eran importantes en la medida en que indicaban qué cambios en los beneficios podían ocurrir en el futuro.

Esta profunda revolución en la filosofía de la inversión en acciones ordinarias ocurrió sin que el público comprador de acciones ordinarias se diera cuenta y con solo un reconocimiento superficial por parte de los observadores financieros. Hay que hacer un esfuerzo para entender globalmente lo que este nuevo enfoque significaba en realidad. Para hacerlo, hemos de analizarlo desde tres ángulos distintos: sus causas, sus consecuencias y su validez lógica.

Causas de este cambio de enfoque. ¿Por qué dejó el público inversor de prestar atención a los dividendos, a los valores activos y a los beneficios medios, para concentrarse casi exclusivamente en la tendencia de los beneficios, es decir, en los cambios en los beneficios esperados en el futuro? La respuesta es que, primero, los historiales pasados estaban demostrando ser una guía poco fiable para invertir, y, segundo, que las recompensas ofrecidas por el futuro se habían vuelto irresistiblemente atractivas.

Los conceptos de la nueva época estaban anclados sobre todo en la obsolescencia de los criterios antiguos. Durante la última generación, el ritmo del cambio económico se había acelerado hasta tal punto que el hecho de llevar mucho tiempo en el negocio dejó de ser, como era antaño, una garantía de estabilidad. Corporaciones que disfrutaban de una prosperidad de más de una década se habían precipitado a la insolvencia en pocos años. Otras empresas, que habían sido pequeñas o poco prósperas o habrían tenido una reputación dudosa, habían crecido con la misma rapidez, obteniendo impresionantes beneficios y la mayor calificación. El principal grupo en el que se concentraron los intereses inversores, los ferrocarriles, fracasó rotundamente a la hora de participar en la expansión de la riqueza y los ingresos nacionales y mostró síntomas repetidos de una evidente regresión. Los tranvías urbanos, otro importante medio de inversión antes de 1914, perdieron rápidamente buena parte de su valor como resultado del desarrollo de otros operadores de transporte. Las compañías eléctricas y de gas siguieron una trayectoria irregular durante este período, puesto que resultaron más perjudicadas que beneficiadas por la guerra y la inflación posterior, y su impresionante crecimiento era un fenómeno relativamente reciente. La historia de las empresas industriales fue una mezcla de cambios violentos, cuyos beneficios de prosperidad se distribuyeron de forma tan irregular y ocasionalmente que acabaron provocando los fracasos más inesperados junto con éxitos espectaculares.

Ante toda esta inestabilidad, fue inevitable que la base triple de la inversión en acciones ordinarias acabara demostrándose totalmente inadecuada. Los beneficios y dividendos del pasado ya no podían considerarse, por sí solos, como un indicativo de beneficios y dividendos del futuro. Además, estas ganancias futuras no mostraban ninguna

tendencia hacia un control por parte de la cantidad de inversión real en el negocio —los valores activos—, sino que más bien dependían totalmente de una posición industrial favorable y de políticas de gestión adecuadas o afortunadas. En muchos casos de suspensión de pagos, los activos circulantes menguaban y los fijos acababan careciendo prácticamente de valor. Debido a esta ausencia de cualquier conexión, tanto entre activos y beneficios como entre activos y valores alcanzables en bancarrota, empezó a prestarse cada vez menos atención, por parte de los comentaristas financieros y del público general, a los conceptos, que anteriormente habían sido importantes, de «valor neto» y «valor contable», y puede decirse que en 1929 el valor contable había prácticamente desaparecido como elemento para determinar el atractivo de un producto financiero. Una confirmación significativa de este punto es que el término «acciones aguadas», anteriormente tan utilizado, es ahora un calificativo que ha desaparecido.

Desvío de la atención hacia la tendencia de beneficios. El enfoque de las inversiones que imperaba antes de la guerra, basado en el historial y los hechos tangibles, pasó de moda y se descartó. ¿Podía sustituirse por algo? Un nuevo concepto pasó a tener una importancia primordial: la tendencia de los beneficios. El pasado era importante solo en tanto que indicaba la dirección hacia la que se podía esperar que avanzara el futuro. Un incremento constante de los beneficios indicaba que la empresa estaba en una trayectoria ascendente y prometía resultados aún mejores en el futuro que los obtenidos hasta la fecha. A la inversa, si los beneficios habían caído o incluso estaban estancados durante un período próspero, el futuro debía considerarse poco prometedor y había que evitar la emisión.

La doctrina de las acciones preferentes como inversiones a largo plazo. Junto a esta idea de qué constituía la base para la selección de acciones ordinarias, surgió una teoría complementaria acerca de que las acciones ordinarias representaban la forma más rentable y, por lo tanto, más atractiva de inversión a largo plazo. Este enfoque se basaba en cierta dosis de estudio y mostraba que en el pasado listas diversificadas de acciones ordinarias habían aumentado de valor regularmente durante intervalos concretos de tiempo a lo largo de muchos años.

Las cifras indicaban que tales carteras de acciones ordinarias diversificadas proporcionaban un rendimiento más alto y un mayor beneficio del capital que las compras de bonos estables.

La combinación de estas dos ideas proporcionaba la «teoría de la inversión» sobre la que actuó la Bolsa en el período 1927-1929. Si ampliamos el principio apuntado en la p. 451, la teoría era la siguiente:

1. «El valor de unas acciones ordinarias depende de lo que pueden ganar

en el futuro.»

2. «Las buenas acciones ordinarias son las que han mostrado una tendencia de beneficios al alza.»

3. «Las buenas acciones ordinarias serán inversiones sólidas y rentables.»

Estas afirmaciones suenan inocentes y obvias, pero esconden dos flaquezas teóricas que podían, y lo hicieron, resultar en un error inconfeso. El primero de estos defectos es que abolían la distinción fundamental entre inversión y especulación. El segundo era que ignoraban el precio de una acción al determinar si era o no una adquisición deseable.

La inversión de la nueva época, equivalente a la especulación anterior a la guerra. Si lo pensamos un momento, veremos que la inversión de la nueva época, tal y como la practicaban el público y los fondos de inversión, era casi idéntica a la especulación como se definía popularmente en los tiempos *pre-boom*. Tal inversión consistía en comprar acciones ordinarias en vez de bonos, enfatizando la mejora del capital en vez de la rentabilidad y fijándose en los cambios futuros en lugar de en los datos del pasado. No sería inexacto declarar que la inversión de la nueva época consistía en una simple especulación de antaño confinada a las acciones ordinarias con una trayectoria de beneficios satisfactoria. El impresionante nuevo concepto que subyacía en el mayor *boom* bursátil de la historia parece no ser más que una versión pobremente disfrazada del antiguo epigrama cínico: «La inversión es la especulación que sale bien».

Acciones consideradas atractivas sin tener en cuenta su precio. La noción de que el atractivo de unas acciones ordinarias es totalmente independiente de su precio parece increíblemente absurda. En cambio, la teoría de la nueva época llevaba directamente a esta tesis. Si unas acciones de suministros se estaban vendiendo a 35 veces sus beneficios máximos declarados, en vez de a 10 veces sus beneficios medios —que era el criterio *pre-boom*—, la conclusión no era que la acción fuera ahora demasiado alta sino que el criterio de valor había subido. En lugar de juzgar el precio de mercado con criterios de valor establecidos, la nueva época basaba su criterio de valor en el precio de mercado. De este modo, todos los límites superiores desaparecieron, no solo del precio al que la acción se podía vender sino incluso del precio al que merecería venderse. Este extraordinario razonamiento condujo, en realidad, a la compra a 100 dólares la acción de acciones ordinarias obteniendo 2,50 dólares por acción. El mismo razonamiento apoyaría la compra de las mismas acciones a 200, a 1.000 dólares, o a cualquier precio imaginable.

Un atractivo corolario de este principio fue que ganar dinero en la

Bolsa era ahora la cosa más fácil del mundo. Tan solo hacía falta comprar buenas acciones, fuera cual fuera su precio, y dejar que la naturaleza siguiera su curso ascendente. El resultado de tal doctrina no podía por menos que ser trágico. Muchísima gente se preguntó; «¿Por qué trabajar para vivir, si en Wall Street se puede ganar una fortuna sin trabajar?». La consiguiente migración de los negocios al distrito financiero se parecía a la famosa fiebre del oro hacia el Klondike, excepto que a Wall Street se llevaba el oro, en vez de extraerlo.

Los fondos de inversión adoptaron esta nueva doctrina. Una luz anecdótica e irónica se arroja sobre esta teoría de 1928-1929 con la práctica de los fondos de inversión. Estos se formaron con el fin de dar al público lego el beneficio de la administración experta de sus fondos, una idea plausible y que en Inglaterra ha funcionado bastante bien. Los primeros fondos de inversión americanos prestaban especial atención a ciertos principios que habían superado la prueba del tiempo, y que ellos estaban mucho mejor cualificados para seguir que el típico inversor individual. Los más importantes de estos principios eran:

1. Comprar en momentos de crisis y bajos precios y vender en tiempos de prosperidad y precios altos.
2. Diversificar las carteras en muchos ámbitos y probablemente por países distintos.
3. Descubrir y adquirir productos individuales infravalorados como resultado de una investigación estadística exhaustiva y experta.

La rapidez y totalidad con que desaparecieron estos principios tradicionales de la técnica de los fondos de inversión es una de las muchas maravillas del período. La idea de comprar en tiempos de crisis era obviamente inaplicable; sufría de la fragilidad fatal que el fondo de inversión podía organizarse solo en períodos buenos, de modo que estaban prácticamente abocados a establecer sus compromisos iniciales durante mercados al alza. La idea de una distribución internacional no ha sido nunca muy atractiva para los americanos, tan provincianos de mentalidad (que posiblemente tengan razón de ser así), y, yendo las cosas mucho mejor aquí que en el extranjero, este principio fue abandonado de común acuerdo.

Abandono del análisis por parte de los fondos de inversión. Sin embargo, lo más paradójico fue el abandono temprano de la investigación y el análisis como guía de las políticas de los fondos de inversión. No obstante, como estas instituciones financieras debían su existencia a la filosofía de la nueva época, era natural, y tal vez justo, que la siguieran de muy cerca. Bajo sus cánones, la inversión se había convertido en algo tan hermosamente sencillo que la investigación resultaba innecesaria y los

datos estadísticos elaborados, un mero estorbo. El proceso de inversión consistía simplemente en hallar empresas prominentes con una trayectoria ascendente de beneficios y luego comprar sus acciones al precio que fuera. De modo que la política más sólida consistía en comprar solo lo que estaba comprando todo el mundo, una lista selecta de emisiones muy populares y carísimas, conocidas con el nombre apropiado de *blue chips*. La idea original de buscar las emisiones infravaloradas e ignoradas quedó totalmente en el olvido. Los fondos de inversión, de hecho, fanfarroneaban de que sus carteras consistían exclusivamente en las acciones ordinarias activas y estándar (es decir, lo más popular y de mayor precio). Sin embargo, con cierta exageración, se puede decir que bajo esta cómoda técnica de inversión, los negocios de un fondo de inversión de 10.000.000 de dólares se podían administrar con la inteligencia, la formación y el trabajo real de un solo empleado de 30 dólares a la semana.

Al hombre de la calle, al que se había impelido a confiar sus fondos a los conocimientos superiores de los expertos en inversión —a cambio de una compensación sustancial— pronto se le tranquilizó con el argumento de que los fondos tendrían la cautela de no comprar nada que el propio hombre de la calle no compraría por sí mismo.

Justificación ofrecida. La irracionalidad ya no podía ir más lejos. Sin embargo, es importante advertir que la especulación masiva solo puede florecer en un ambiente tan ilógico como irreal. Sin embargo, el autoengaño del especulador masivo ha de tener su punto de justificación. Se trata normalmente de una declaración generalizada, lo bastante sólida dentro de su propio ámbito, pero retorcida para adaptarse a la obsesión especulativa. En los *booms* de la construcción, el «razonamiento» se basa normalmente en la permanencia y el crecimiento inherentes del valor de los terrenos. En el mercado al alza de la nueva época, la base «racional» fue el historial de crecimiento a largo plazo que mostraba las carteras diversificadas de acciones ordinarias.

Una premisa sólida utilizada para apoyar una conclusión poco sólida. Sin embargo, en la aplicación que la nueva época hacía de este hecho histórico había una falacia radical. Y debe de saltar a la vista incluso al observar los datos contenidos en el pequeño y más bien esquemático volumen del que se dice que surgió la teoría de la nueva época. El libro se titula *Common Stocks as long term investments*, de Lawrence Smith, y fue publicado en 1924.²⁹¹ En él, Smith mostraba la tendencia de las acciones

²⁹¹ El lector puede consultar Chelcie C. Bosland, *The Common Stock Theory of Investment, Its Development and Significance*, Nueva York, 1937, el estudio de la literatura sobre la teoría de las acciones ordinarias. *Common Stock indexes*, de Alfred Cowles III y asociados, Bloomington, 1939, es una obra importante sobre el mismo tema que ha aparecido desde la publicación del libro del profesor Bosland.

ordinarias a aumentar de valor con los años por el mero hecho de que ganaban más de lo que pagaban en dividendos y, por lo tanto, los beneficios reinvertidos hacían aumentar su valor. En un caso representativo, la empresa ganaría un promedio de 9%, repartiría un 6% en dividendos y añadía un 3% al superávit. Con una buena gestión y una suerte razonable, el valor de las acciones aumentaría con su valor contable a una tasa anual del 3% compuesto. Esto era, por supuesto, un patrón teórico más que estándar, pero los numerosos ejemplos de resultados inferiores a «lo normal» se podrían compensar con ejemplos de crecimiento más rápido.

El atractivo de las acciones ordinarias a la larga residía en el hecho de que ganaban por encima del tipo de interés de los bonos en comparación con su coste. Eso era cierto, en general, en el caso de unas acciones que ganaran 10 dólares y se vendieran a 100. No obstante, tan pronto como el precio aumentaba hasta alcanzar uno mucho más alto con respecto a las ganancias, esta ventaja desaparecía, y con ella desaparecía toda la base teórica de la compra de acciones ordinarias como inversión. Cuando en 1929 los inversores pagaron 200 dólares por acción de una emisión que ganaba 8 dólares, estaban obteniendo un poder de ganancia no superior al tipo de interés del bono, sin la protección adicional que ofrece una reclamación previa. De este modo, al tener en cuenta los procedimientos pasados de las acciones ordinarias para pagar precios de 20 a 40 veces sus ganancias, los exponentes de la nueva época partían de una premisa sólida y la tergiversaban para llegar a una conclusión lamentablemente resbaladiza.

De hecho, su propia premura por aprovechar los atractivos inherentes de las acciones ordinarias produjo unas condiciones totalmente distintas de las que habían dado lugar a ese atractivo, y de las que básicamente dependía; es decir, el hecho de que las ganancias hubieran tenido un promedio del 10% del precio de mercado. Como hemos visto, Edgar L. Smith explicaba de manera plausible que el crecimiento del valor de las acciones ordinarias surgía de la acumulación del valor de los activos mediante la reinversión del superávit. Paradójicamente, la teoría de la nueva época que explotaba este hallazgo se negaba a dar la más mínima importancia a los valores de los activos que había detrás de las acciones a las que favorecían. Además, la validez de las conclusiones de Smith descansaban sobre la suposición de que las acciones ordinarias iban a comportarse en el futuro de manera más o menos similar a como lo habían hecho en el pasado. Sin embargo, la teoría de la nueva época tenía en cuenta los beneficios pasados de las corporaciones salvo porque apuntaban una tendencia para el futuro.

Ejemplos que muestran el énfasis en la tendencia de los beneficios.

Elijamos tres empresas con los resultados siguientes:

TABLA 27.5
Beneficios por acción

Año	Empresa A (Electric Power & Light)	Empresa B (Bangor & Aroostook R. R.)	Empresa C (Chicago Yellow Cab)
1925	1,01 \$	6,22 \$	5,52 \$
1926	1,45	8,69	5,60
1927	2,09	8,41	4,54
1928	2,37	6,94	4,58
1929	2,98	8,30	4,47
Media 5 años	1,98 \$	7,71 \$	4,94 \$
Máximo, 1929	86 ⁵ / ₈	90 ³ / ₈	35

Los altos precios de 1929 de estas tres empresas muestran que la actitud más reciente era clarísimamente favorable a la Empresa A, poco influyente en la B, y definitivamente hostil con la C. El mercado consideraba que las acciones de la Empresa A valían más del doble que las de la C, aunque en 1929 esta última ganó un 50% más por acción que la A y sus ganancias medias fueran de un 150% más.²⁹²

Promedio con respecto a la tendencia de ganancias. En 1929, las relaciones entre precio y ganancias muestran claramente que el resultado pasado ya no era una medida de la capacidad de ganancia normal, sino una simple veleta que mostraba en qué dirección soplaban los vientos de los beneficios. Hay que admitir, desde luego, que las ganancias medias dejaron de ser una medida fiable para las ganancias futuras, debido a la mayor inestabilidad del negocio medio a la que hemos hecho alusión anteriormente. Sin embargo, no se deduce en absoluto que la tendencia de los beneficios deba, por lo tanto, ser una guía más fiable que el promedio; e incluso si fuera más de fiar, no necesariamente ofrecería una base segura, por ella misma, para la inversión.

La suposición de que los beneficios que han avanzado en una cierta dirección durante unos cuantos años en el pasado seguirán haciendo lo mismo no difiere sustancialmente de la suposición que hemos descartado

²⁹² Véase la nota 44 del Apéndice, la explicación sobre el comportamiento posterior de estas tres empresas.

de que, como los beneficios tenían un promedio x en el pasado, continuarán teniendo ese mismo promedio en el futuro. Es posible que la tendencia de las ganancias ofrezca una pista más fiable de cara al futuro que el promedio de ganancias. Sin embargo, como mucho, tal indicación de los resultados futuros dista mucho de ser segura y, lo que es más importante, no hay ningún método para establecer una relación lógica entre tendencia y precio.²⁹³ Eso significa que el valor acordado para una tendencia satisfactoria será totalmente arbitrario y, por lo tanto, especulativo e inevitablemente sujeto a la exageración y posterior caída.

Peligro de proyectar las tendencias al futuro. Existen varios motivos por los cuales no podemos estar seguros de que una tendencia pasada de beneficios continuará en el futuro. En un sentido económico amplio, existe la ley de los rendimientos decrecientes y el incremento de la competencia que finalmente ha de aplanar cualquier curva de crecimiento muy pronunciada. Hay que señalar también el flujo y reflujo del ciclo de negocios, del cual surge el riesgo especial de que la curva de beneficios parezca impresionante la víspera misma de una fuerte caída. Teniendo en cuenta el período 1927-1929, observamos que desde que la teoría de la tendencia de los beneficios era un simple pretexto para disculpar la flagrante especulación disfrazada de inversión, el público ávido de beneficios estaba más que dispuesto a aceptar la más mínima prueba de la existencia de una tendencia al alza. Beneficios crecientes en periodos de cinco, cuatro, o hasta solo tres años, se consideraban como una garantía del crecimiento futuro ininterrumpido para proyectar una curva de beneficios indefinidamente al alza.

Ejemplo: La irresponsabilidad predominante en este sentido fue muy evidente en relación con las numerosas emisiones de acciones ordinarias que hubo en esta etapa. La locura por los resultados que mostraran beneficios ascendentes dio como resultado la promoción de muchas empresas industriales que habían sido favorecidas por la suerte temporal y se estaban aproximando, o habían alcanzado ya, la cima de su prosperidad.

²⁹³ La teoría de la inversión de la nueva época notoriamente reticente al lado matemático. La relación entre precio y ganancias, o entre precio y tendencia de ganancias, era cualquier cosa que el mercado quisiera que fuera (adviértase el precio de Electric Power and Light en comparación con su historial de beneficios ofrecido en la página anterior). Si se hiciera un intento de dar expresión matemática a la idea subyacente de valoración, podría decirse que se basa en la derivada de los beneficios, formulada con términos temporales. En años recientes se han hecho esfuerzos más serios para dar una base matemática para descontar las ganancias o dividendos futuros. Véase Gabriel Preinreich, *The Theory of Dividends*, Nueva York, 1935; y J. B. Williams, *The Theory of Investment Value*, Cambridge, Massachusetts, 1938. Esta última obra se construye sobre la premisa de que el valor de las acciones ordinarias equivale al valor presente de todos los dividendos actuales. Este principio da lugar a una serie elaborada de ecuaciones matemáticas diseñadas para calcular exactamente el valor de las acciones ordinarias, suponiendo ciertos datos vitales sobre las ganancias futuras, la política de distribución y los tipos de interés.

Un ejemplo de esta práctica podemos verlo en la oferta de acciones ordinarias y preferentes de Schletter and Zander, Inc., un fabricante de medias (luego cambió de nombre a Signature Hosiery Company). La empresa se reestructuró en 1929, para suceder a una empresa organizada en 1922, y su financiación se hizo mediante la venta de 44.810 participaciones de 3,50 dólares de acciones preferentes convertibles a 50 dólares la acción y 261.349 certificados con derecho a voto para acciones ordinarias a 26 dólares la acción. La circular de oferta presentaba los siguientes resultados de beneficios de las propiedades constituyentes:

Año	Neto desp. Imp. federales	Por acción preferente	Por acción ordinaria
1925	172.058 \$	3,84 \$	0,06 \$
1926	339.920	7,58	0,70
1927	563.856	12,58	1,56
1928	1.021.308	22,79	3,31

El historial posterior era el siguiente:

1929	812.136	18,13	2,51
1930	179.875(d)	4,01(d)	1,81(d)

En 1931 se inició la liquidación de los activos de la empresa, y en 1933 se había pagado un total de 17 dólares por acción en dividendos de liquidación sobre las preferentes. (Los activos que quedaron para la liquidación eran insignificantes.) Las ordinarias fueron canceladas.

Este ejemplo ilustra una de las paradojas de la historia financiera, es decir, que en el mismo período en que la inestabilidad creciente de las empresas había provocado que la compra de acciones ordinarias fuera mucho más precaria que antes, el evangelio que predicaba que las acciones ordinarias eran inversión segura y satisfactoria era rápidamente aceptado por el público estadounidense.

Capítulo 28

Nuevos cánones para la inversión en acciones ordinarias

Hasta aquí, nuestra larga explicación sobre la teoría de la inversión en acciones ordinarias solo nos ha llevado a conclusiones negativas. El antiguo enfoque, centrado en la concepción de una capacidad media estable de generar ganancias, parece haberse viciado por la creciente inestabilidad del negocio típico. En cuanto al planteamiento de la nueva época, que se basaba en la tendencia de beneficios como único criterio de valoración —sea cual sea la verdad que encierra esta generalización, su adopción ciega como base para la adquisición de acciones ordinarias, sin cálculo ni limitación—, era más que evidente que iba a acabar en un indudable desastre. ¿Queda algo, pues, de la idea de inversión sólida en las acciones ordinarias?

Una revisión cuidadosa de la crítica anterior demostrará que no tenía por qué ser tan destructiva con la idea de inversión en acciones ordinarias como a primera vista pudiera parecer. La inestabilidad de las empresas se podría compensar a través de una diversificación exhaustiva. Además, la tendencia de los beneficios, aunque muy peligrosa cuando se toma como base única de selección, puede acabar siendo una indicación útil del mérito como inversión. Si este planteamiento es sólido, podría formularse un canon aceptable de la inversión en acciones ordinarias que contuviera los elementos siguientes:

1. La inversión se concibe como una operación de grupo, en el cual se depende de la diversificación del riesgo para obtener un resultado medio favorable.
2. Las emisiones individuales se seleccionan mediante tests cualitativos y cuantitativos correspondientes a los utilizados para elegir inversiones de valor fijo.
3. Se dedica un mayor esfuerzo que en la selección de los bonos para determinar las perspectivas futuras de las emisiones consideradas.

Si la política de adquisición de acciones ordinarias basada en estos tres principios merece o no el título de inversión es algo que, sin duda, está abierto a debate. La importancia del tema y la falta de puntos de vista bien definidos y expertos sobre el mismo nos llevan a sopesar aquí los principales argumentos a favor y en contra de esta propuesta.

Tres enfoques generales

Expansión secular como base. ¿Puede la propiedad de un grupo diversificado de acciones ordinarias, seleccionadas con atención y adquiridas a un precio razonable, calificarse de política de inversión sólida? Una respuesta afirmativa podría derivarse de cualquiera de los tres tipos distintos de suposiciones relacionados con el futuro de las empresas norteamericanas y de la política de selección que se sigue. El primero planteará que todavía se puede contar con ciertos elementos básicos y establecidos desde hace mucho tiempo en la experiencia económica de este país. Estos son (1) que nuestra riqueza y capacidad de generar beneficios aumentará; (2) que tal aumento se reflejará a la vez en un aumento de los recursos y beneficios de nuestras corporaciones importantes, y (3) que tales aumentos tendrán lugar en general a través del proceso normal de inversión de nuevo capital y la reinversión de ganancias no repartidas. La tercera parte de esta suposición significa que hay una amplia conexión causal entre la acumulación de superávit y la futura capacidad de generar ganancias, de modo que la selección de acciones ordinarias no es un tema de pura suerte o adivinanza, sino que debe estar gobernada por un análisis de los historiales pasados en relación con los precios de mercado actuales.

Si estas condiciones fundamentales todavía imperan, entonces las acciones ordinarias con resultados correctos deben, en general, presentar las mismas oportunidades favorables en el futuro que han representado para las generaciones anteriores. De modo que el defecto esencial de la inestabilidad no puede considerarse como una amenaza para el desarrollo a largo plazo del conjunto de las acciones ordinarias. Sí que ejerce, sin duda, un potente efecto temporal sobre todos los negocios a través de las variaciones del ciclo económico, así como tiene efectos permanentemente adversos sobre empresas concretas y sectores determinados. Sin embargo, de estos dos peligros, el segundo puede compensarse, en parte, a través de una selección cuidadosa y, principalmente, con una amplia diversificación; del primero nos podemos proteger con la insistencia en la racionalidad del precio que pagamos por cada adquisición.

Hay autores impetuosos que se expresarían a favor o en contra de esta suposición básica de que el mundo de los negocios norteamericano se

desarrollará en el futuro de manera bastante similar al pasado. Como señalábamos en la Introducción, la experiencia de los últimos quince años habla en contra de esta proposición. Sin ánimo de profetizar, ¿no bastaría con declarar que el inversor no puede confiar a ciegas en el crecimiento general de las ganancias para obtener tanto seguridad como beneficios a largo plazo? En este aspecto parece que hemos vuelto a la actitud de los inversores de 1913, con la diferencia de que su cautela parecía entonces estar ciega ante las potentes pruebas de crecimiento secular inherente a nuestra economía. Nuestra cautela de hoy parecería, al menos, estar basada en las experiencias amargas y en el reconocimiento de algunos factores nuevos y menos prometedores del conjunto del ámbito de los negocios.

Crecimiento individual como base de la selección. Quienes rechazarían la sugerencia de que la inversión en acciones ordinarias puede fundarse de manera segura sobre una expansión secular general, podrían sentirse atraídos por un segundo planteamiento. Este enfatiza los elementos de selectividad y parte de la premisa que uno puede contar con ciertas empresas favorecidas para esperar un crecimiento sostenido. De este modo, estas empresas, una vez identificadas, pueden comprarse con confianza como inversiones a largo plazo. Esta filosofía de inversión se expone ampliamente en el informe de 1938 de la National Investors Corporation, un fondo de inversión, del cual citamos el siguiente fragmento:

Los estudios de esta organización» dirigidos específicamente a la mejora del proceso de selección, aportan pruebas de que las acciones ordinarias de las empresas en expansión —es decir, empresas cuyas ganancias avanzan de ciclo en ciclo y solo se ven interrumpidas por crisis periódicas del negocio— ofrecen el vehículo más efectivo de inversión en el campo de las acciones ordinarias, ya sea en términos de rentabilidad en dividendos como en forma de apreciación del capital a largo plazo. Creemos que esta conclusión general se puede demostrar estadísticamente y se apoya en el análisis económico y el razonamiento práctico.

Si consideramos esta afirmación con mirada crítica, debemos empezar con la aserción, enfática pero más bien obvia, de que el inversor capaz de identificar acertadamente estas empresas «en expansión» cuando sus acciones están disponibles a precios razonables, obtendrá un rendimiento excelente de su capital. Tampoco puede negarse que ha habido inversores capaces de hacer tales selecciones con un alto grado de precisión y que se han beneficiado notablemente de su previsión y buen criterio; sin embargo, la verdadera cuestión es si realmente todos los inversores cuidadosos e inteligentes pueden seguir esta política con éxito razonable.

Tres aspectos del problema. De hecho, el problema se divide en tres partes: primero, ¿qué significa «empresa en expansión»? Segundo, ¿puede el inversor identificar tales negocios con una precisión razonable? Y, tercero, ¿hasta qué punto afecta el éxito de la operación el precio pagado por estas acciones?

1. *¿Qué son las «empresas en expansión»?* La explicación de la National Investors Corporation definía las empresas en expansión como aquellas «cuyas ganancias crecen de un ciclo a otro». ¿Cuántos ciclos hacen falta para ajustarse a esta definición? El problema parece ser que, antes de 1930, buena parte de todos los negocios americanos que cotizaban en Bolsa crecían de un ciclo al otro. La característica que diferencia a las empresas en expansión, tal como se entiende hoy, no se desarrolló hasta el período entre 1929 y 1936-1937. En ese ciclo concreto vemos que la mayoría de empresas no lograron recuperar todas sus pérdidas de la depresión. La minoría que sí lo hicieron se destacan del resto, y son estas las que hoy reciben el título elogioso de «empresa en expansión». Sin embargo, puesto que esta distinción se basa en realidad en el comportamiento durante un solo ciclo, ¿cómo puede saber el inversor que va a mantenerse en el futuro a largo plazo?

De lo que hemos dicho anteriormente, es cierto que muchas de las empresas que crecieron entre 1929 y 1937 habían participado en la ola de crecimiento anterior a 1929, de modo que combinan las ventajas de un largo período de recuperación con una capacidad excepcional de crecimiento en la última década. A continuación exponemos algunos ejemplos de empresas grandes y conocidas de este tipo:

Air Reduction	Monsanto Chemical
Allis Chalmers	Owens-Illinois Glass
Coca-Cola	J. C. Penney
Commercial Credit	Procter & Gamble
Dow Chemical	Sherwin-Williams Paint
Du Pont	Standard Oil of New Jersey
International Business Machine	Scott Paper
International Nickel	Union Carbide and Carbón
Libbey-Owens-Ford	

2. *¿Puede el inversor identificarlas?* Nuestro entusiasmo natural hacia estos historiales tan excelentes se aplaca un poco con una consideración aleccionadora. Si se observan desde un punto de vista histórico, veremos que la mayoría de empresas prósperas del pasado han seguido un ciclo bien definido, que ha consistido, en primer lugar, en una serie de esfuerzos

y contratiempos y, en segundo, por un período paradisiaco de prosperidad y crecimiento sostenido que, a su vez, pasa a una fase final de madurez, caracterizada por una relajación de la expansión y quizá por una pérdida real de liderazgo e incluso de rentabilidad.²⁹⁴ Se deduce que un negocio que ha gozado de un período muy largo de beneficios crecientes puede aproximarse peligrosamente a su «punto de saturación». De modo que el buscador de acciones de fuerte crecimiento se enfrenta a un dilema: si elige empresas más nuevas con un historial breve de crecimiento, corre el riesgo de estar engañándose por una prosperidad pasajera; si elige empresas que han crecido durante varios ciclos de negocios, puede encontrarse con que esta fortaleza aparente es precursora de una debilidad cercana.

Vemos, por lo tanto, que la identificación de una empresa en expansión no es un tema tan fácil como parece. No puede lograrse solo mediante el examen del historial y las estadísticas, sino que requiere el considerable apoyo de una investigación a fondo y de buen criterio inversor. Los defensores del principio de inversión de la empresa en expansión acostumbran a hacer mucho énfasis en el elemento de la investigación industrial. En ausencia de una expansión general del negocio, lo más probable es que las ganancias excepcionales las obtengan las empresas que ofrezcan productos o procesos novedosos. Estos, a su vez, es probable que emerjan de centros de investigación. Los beneficios generados por el celofán, el etanol y varios plásticos, y de los avances en los ámbitos de la radio, la fotografía, la refrigeración, la aeronáutica, etc., han creado un entusiasmo por la investigación como un activo de los negocios y una tendencia a considerar la posesión de instalaciones de investigación como algo indispensable para el progreso industrial.

No obstante también en este punto es necesario aplicar la cautela. Si la simple propiedad de un laboratorio de investigación pudiera garantizar la prosperidad futura, todas las empresas tendrían uno. Así, el inversor tiene que estar atento al tipo de instalación, a la capacidad de los investigadores y a las potencialidades del ámbito que se está investigando. No es imposible estudiar estos puntos acertadamente, pero no es tarea fácil y hay muchas posibilidades de equivocarse.

3. *¿Rebaja el precio el crecimiento potencial?* La tercera fuente de dificultad es tal vez la mayor. Asumiendo cierto grado de confianza por parte del inversor en el futuro crecimiento de la empresa, ¿qué precio creará justificado pagar por este atractivo elemento? Obviamente, si puede obtener un buen futuro a cambio de nada, es decir, si el precio solo refleja

²⁹⁴ Este parámetro característico de empresa próspera se comenta ampliamente en el informe de 1938 de la National Investors Corporation, pp. 4-6.

el comportamiento pasado, está haciendo una buena inversión. Sin embargo este no es el caso, obviamente, si el propio mercado cuenta con el crecimiento futuro. Normalmente, las acciones que se consideran con buenas perspectivas se venden a precios relativamente altos. ¿Cómo puede el inversor saber si el precio es o no demasiado alto? Consideramos que no hay una respuesta plenamente satisfactoria. De hecho, nos inclinamos a pensar que incluso si supiéramos lo que una empresa está destinada a ganar durante un largo período de años, seguiría siendo imposible determinar cuál es el precio adecuado que hay que pagar por ella hoy. Se deduce que una vez el inversor ha pagado una cantidad considerable por el factor crecimiento, inevitablemente asume cierto grado de riesgo; es decir, que el crecimiento sea menor de lo que anticipaba, que a la larga haya pagado demasiado por lo que obtiene, que durante un tiempo considerable el mercado valore las acciones con menor optimismo que él.

Por otro lado, asumimos que el inversor trata por todos los medios de evitar pagar una prima alta por perspectivas futuras eligiendo empresas que le inspiran optimismo, aunque no sean las preferidas de la Bolsa. Sin duda, este es el tipo de criterio que, si es sólido, acabará estando mejor remunerado. Sin embargo, por la propia naturaleza del caso, debe representar la actividad de individuos atrevidos y testarudos y no la del inversor de acuerdo con las normas y criterios aceptados.²⁹⁵

¿Pueden estas adquisiciones describirse como inversiones? Esta es una discusión que viene de lejos porque se trata de un tema complejo y no demasiado comprendido en Wall Street. Nosotros hemos hecho mayor énfasis en los riesgos de invertir en el crecimiento futuro que en sus ventajas, pero repetimos que este método puede seguirse con éxito si se persigue con conocimiento, inteligencia y un estudio diligente. De ser así, ¿es adecuado llamar inversiones a estas compras? Nuestra respuesta es sí, siempre y cuando estén presentes dos factores: el primero, ya mencionado, es que los elementos que afectan al futuro se examinen con auténtico cuidado y total escepticismo, en vez de aceptar rápidamente cuatro generalizaciones fáciles; el segundo, que el precio pagado no sea muy distinto de lo que un hombre de negocios prudente estaría dispuesto a pagar por una oportunidad similar de invertir en un negocio privado sobre el cual pudiera ejercer su control.

Consideramos que el segundo criterio aporta una piedra de toque muy útil para determinar si el comprador está haciendo un trato bueno y legítimo, o si, en cambio, bajo la apariencia de una «inversión», está

²⁹⁵ El criterio de «sector en expansión» de la inversión en acciones ordinarias se defiende con contundencia en *The Ebb and Flow of Investment Values*, Nueva York, 1939, de Edward S. Mead y J. Grodinsky. Para un comentario un poco detallado sobre sus puntos de vista, véase la nota 71 del Apéndice.

asumiendo un riesgo en unas acciones populares o dejando que su entusiasmo particular le obnubile el criterio.

Se puede argumentar, tal vez, que las inversiones en acciones ordinarias como las que hemos estado comentando se pueden hacer correctamente a un precio considerablemente superior al que estaría justificado pagar en el caso de un negocio particular. En primer lugar, debido a la gran ventaja de negociabilidad asociada a las acciones que cotizan en Bolsa y, en segundo lugar, porque el gran tamaño y la potencia financiera de las empresas que cotizan en Bolsa las hacen intrínsecamente más atractivas que cualquier empresa privada. En cuanto al segundo punto, el precio a pagar debería reflejar adecuadamente cualquier ventaja acumulada debido al tamaño y a la fortaleza financiera, pero este criterio no depende realmente de si la empresa es particular o cotiza en Bolsa. En cuanto al primer punto, hay espacio para cierta diferencia de opinión, ya sea o no que la capacidad de controlar un negocio privado ofrezca un contrapeso total (en análisis de valor) a la ventaja de negociabilidad que tiene una acción en Bolsa. A aquellos que consideran que la negociabilidad es más valiosa que el control, podemos sugerirles que, en cualquier caso, la prima a pagar por esta ventaja no puede ser superior, por ejemplo, al 20% del valor que en caso contrario estaría justificado pagar sin riesgo de introducir un elemento claramente especulativo en la operación.

Selección basada en el principio del margen de seguridad. El tercer planteamiento a la inversión de acciones ordinarias se basa en el principio del margen de seguridad. Si el analista está convencido de que unas acciones valen más de lo que paga por ellas, y si se siente razonablemente optimista con respecto al futuro de la empresa, considerará la emisión como un elemento adecuado para una inversión de grupo en acciones ordinarias. Esta manera de abordar el problema puede realizarse de dos modos posibles. Uno es comprar en momentos en los que el mercado general está bajo, según estándares cuantitativos de valor. Presumiblemente, las adquisiciones se limitarían luego a emisiones representativas y razonablemente activas. El otro se aplicaría para identificar acciones ordinarias individuales infravaloradas, que presumiblemente estén disponibles incluso cuando el mercado no está especialmente bajo. En cualquier caso, el margen de seguridad se halla en el descuento por el que las acciones se venden por debajo de su valor mínimo intrínseco, según el criterio del analista. Sin embargo, con respecto a los riesgos y a los factores psicológicos implicados, los dos enfoques difieren considerablemente. Vamos a comentarlos por orden:

Factores que complican los esfuerzos por explotar las oscilaciones generales del mercado. Un vistazo al gráfico A de la Introducción a la

sexta edición, que muestra las fluctuaciones de los precios de las acciones ordinarias desde 1900, pone en evidencia que los precios son recurrentemente demasiado altos y demasiado bajos y que, por lo tanto, tiene que haber repetidas oportunidades para comprar acciones a menos de su valor y para venderlas por un valor justo o superior. Un método rudimentario de hacerlo —aunque aparentemente es el que parece más lógico según la propia tabla— consistiría en trazar simplemente una línea recta por los puntos medios aproximados de las oscilaciones de mercado anteriores y luego planear comprar en algún punto por debajo de esta línea y vender en algún punto por encima de la misma.

Tal vez este «sistema» sería tan práctico como cualquiera, pero el analista insistirá seguramente en realizar un planteamiento más científico. Una posible sofisticación sería la siguiente:

1. Seleccionar una lista diversificada de acciones ordinarias industriales destacadas.
2. Determinar un valor base o «normal» para el grupo, mediante la capitalización de sus beneficios medios a alguna cifra adecuada, relacionada con el tipo de interés a largo plazo.
3. Determinar un punto de compra a algún porcentaje por debajo de su valor normal y un punto más arriba de venta. (O poder comprar y vender «con un incremento» o «con una disminución».)

Un método de este tipo tiene una lógica lo bastante plausible como para recomendarlo, y también cuenta con el favor de una tradición ancestral de que los éxitos en la Bolsa se ganan comprando a niveles bajos y vendiendo cuando el público se muestra optimista. Sin embargo, el lector sospechará inmediatamente que en algún lugar se esconde la trampa. ¿Dónde están los inconvenientes?

Tal y como vemos, las dificultades que rodean esta idea son tres: primero, aunque el parámetro general del comportamiento del mercado se puede anticipar correctamente, los puntos específicos en los que comprar y vender pueden resultar mal elegidos, y el operador puede perder su oportunidad en un extremo o el otro. Segundo, hay siempre la posibilidad de que la trayectoria del mercado cambie significativamente, de manera que un esquema de operación que habría funcionado bien en el pasado deje de ser practicable. Tercero, el propio método requiere una cantidad considerable de fortaleza humana. En general, conlleva la compra y la venta cuando la psicología predominante favorece todo lo contrario, contemplando cómo las acciones propias bajan inmediatamente después de comprarlas y suben una vez vendidas, y quedando fuera del mercado durante largos períodos (por ejemplo, 1927-1930) en los que la mayoría de gente está activamente interesada en acciones. Sin embargo, a pesar de

estas desventajas, que no queremos minimizar, consideramos que este método tiene mucho de recomendable para aquellos que están temperamentalmente preparados para seguirlo.

El enfoque de la emisión individual infravalorada. La otra aplicación del principio de la inversión en acciones ordinarias infravaloradas va dirigida a acciones individuales que, después de un análisis, aparecen como mucho más valiosas de lo que se están vendiendo. No es frecuente que una acción ordinaria aparezca satisfactoriamente desde todos los ángulos cualitativos y, al mismo tiempo, se esté vendiendo a un precio inferior según criterios cualitativos como los beneficios, los dividendos y los activos. Las emisiones de este tipo serían sin duda candidatas a una compra de grupo que satisfaría nuestro criterio suplementario de «inversión» ofrecido en el capítulo 4. («Una operación de inversión es la que se puede justificar tanto en términos cualitativos como cuantitativos.»)

De una importancia más práctica es la cuestión de si la inversión puede o no efectuarse acertadamente con acciones ordinarias que parecen baratas desde el punto de vista cuantitativo y que —al analizarlas— parecen tener unas perspectivas de futuro medias. Los productos de este tipo se encuentran en una abundancia razonable, como resultado de la obsesión de la Bolsa con empresas que se considera que tienen unas perspectivas excepcionales de crecimiento. Debido a este énfasis en el factor crecimiento, un buen número de empresas establecidas desde hace muchos años, bien financiadas, que son relevantes en su sector y presumiblemente destinadas a permanecer en el negocio y generar beneficios indefinidamente, pero que no tienen un atractivo especulativo o de crecimiento, tienden a verse discriminadas por la Bolsa —en especial, en años de beneficios por debajo de lo normal— y a vender considerablemente por debajo de lo que el negocio valdría para un propietario privado.²⁹⁶

Consideramos que este último criterio —un precio mucho menor que el valor para un propietario privado— sería una piedra de toque sólida para la identificación de auténticas oportunidades de inversión en acciones ordinarias. Esta postura es contraria a las convicciones y prácticas de la mayoría de gente que busca invertir en valores de renta variable,

²⁹⁶ Adviértase que hemos aplicado la piedra de toque «valor para un inversor privado» para justificar dos tipos distintos de inversión en acciones ordinarias; (1) compra de emisiones que se consideran con perspectivas excepcionales a un precio no superior de lo que se pagaría por un interés equivalente en un negocio privado, y (2) compra de emisiones con buen historial y perspectivas medias a un precio muy inferior de lo que vale un negocio para un propietario privado. Véase la nota 45 del Apéndice, los resultados de una emisión de este último tipo. (*Swift and Company.*)

incluyendo casi todos los fondos de inversión. Su énfasis es principalmente en el crecimiento a largo plazo, las perspectivas para el año siguiente o la tendencia indicada por el propio mercado de valores. Sin duda, cualquiera de estos tres puntos de vista lo pueden seguir los que están especialmente bien formados por la experiencia y por una capacidad natural para explorarlos. Pero no estamos seguros de que ninguno de los tres enfoques pueda desarrollarse como sistema o técnica que pueda seguirse con seguridad por cualquier persona inteligente que los haya estudiado con atención. De modo que debemos levantar nuestra voz solitaria contra el uso del término inversión para destacar estos métodos de operar con acciones ordinarias, por muy rentables que puedan resultar a los realmente conocedores del tema. Negociar en el mercado, predecir los resultados de varios negocios a un año vista, seleccionar los mejores productos para la expansión a largo plazo..., todo esto tiene un lugar útil en Wall Street. Sin embargo, creemos que los intereses de los inversores y de Wall Street como institución se servirían mejor si las operaciones basadas principalmente en estos tres factores recibieran un nombre distinto a inversión.

Si nuestro concepto de inversión en acciones ordinarias es válido o no se podrá determinar de manera más inteligente una vez tratados ampliamente los principales factores que intervienen en el análisis estadístico de una emisión de acciones. La necesidad de dicho análisis es bastante independiente de nuestra filosofía de inversión. Al fin y al cabo, las acciones ordinarias existen y el público negocia con ellas de manera activa. Los que compran y venden pretenderán adquirir los conocimientos adecuados de la práctica financiera y obtener las herramientas y técnicas necesarias para poder hacer un análisis inteligente de los informes corporativos.

Dicha información y equipamiento para el inversor en acciones ordinarias son el tema de estudio de los próximos capítulos.

Capítulo 29

El factor dividendos en el análisis de acciones ordinarias

A la hora de hacer una clasificación de los elementos que intervienen en la valoración de unas acciones ordinarias, deberían tenerse en cuenta estos tres puntos:

1. Tasa e historial de dividendos.
2. Factores de la cuenta de resultados (capacidad de generar beneficios).
3. Factores del balance (valor de los activos).

La tasa de dividendos es un simple dato y no requiere ningún análisis, pero su significado exacto es sumamente difícil de valorar. Por un lado, la tasa de dividendos es primordial, pero por el otro, e igualmente válido, debe considerarse un factor menor y accidental. En las mentes de los directivos y los accionistas ha surgido una confusión básica respecto a qué constituye una política de dividendos adecuada. El resultado ha sido la creación de un claro conflicto entre dos aspectos de la propiedad de acciones ordinarias: uno, la posesión de un título negociable; el otro, la asunción de un interés participativo en un negocio. Vamos a analizar el asunto con detalle desde este doble enfoque.

Rendimiento en dividendos como factor de la inversión en acciones ordinarias.

Hasta años recientes, el rendimiento en forma de dividendos era el factor que eclipsaba la inversión en acciones ordinarias. Este punto de vista se basaba en la simple lógica. El objetivo primordial de una corporación es dar dividendos a sus propietarios. Una empresa próspera es la que puede pagar dividendos con regularidad y, presumiblemente, ir aumentando la cantidad a medida que pasa el tiempo. Como la idea de inversión está fuertemente asociada con la de ingresos fiables, se deduce que la inversión en acciones ordinarias estaría normalmente limitada a aquellas con un dividendo bien afianzado. Se deduciría, asimismo, que el precio pagado por unas acciones ordinarias de inversión está determinado básicamente

por la cantidad de dividendo.

Hemos visto que el inversor tradicional en acciones ordinarias buscaba posicionarse lo más cerca posible del inversor en bonos o en acciones preferentes. Lo primero que busca es una rentabilidad segura que, en general, sería algo mayor y algo menos segura que la que proporcionan los buenos productos sénior. Excelentes ejemplos del efecto de esta actitud sobre el precio de las acciones ordinarias los encontramos en los historiales de ganancias, dividendos y variaciones anuales del precio de American Sugar Refining entre 1907 y 1913, y de Atchison, Topeka and Santa Fe Railway entre 1916 y 1925 que exponemos a continuación.

TABLA 29.1
American Sugar Refining Company

Año	Margen acciones	Beneficio p/acción	Pagado p/acción
1907	138-93	10,22 \$	7,00 \$
1908	138-99	7,45	7,00
1909	136-115	14,20	7,00
1910	128-112	5,38	7,00
1911	123-113	18,92	7,00
1912	134-114	5,34	7,00
1913	118-100	0,02(d)	7,00

TABLA 29.2
Atchison, Topeka, and Santa Fe Railway Company

Año	Margen acciones	Beneficio p/acción	Pagado p/acción
1916	109-100	14,74 \$	6,00 \$
1917	108-75	14,50	6,00
1918	100-81	10,59*	6,00
1919	104-81	15,41*	6,00
1920	90-76	12,54*	6,00
1921	94-76	14,69†	6,00
1922	109-92	12,41	6,00
1923	105-94	15,48	6,00
1924	121-97	15,47	6,00
1925	141-116	17,19	7,00

* Resultados de estos años basados en operaciones reales. Los resultados de la operación federal fueron: 1918-9,98 dólares; 1919-16,55 dólares; 1920-13,98 dólares.

† Incluye ingresos no recurrentes. Excluido este último, la cifra de 1921 habría sido de 11,29 dólares.

El margen de mercado de ambas emisiones es sorprendentemente estrecho, teniendo en cuenta los continuos giros de la Bolsa durante estos períodos. El rasgo más destacable de estos resultados es la poca influencia ejercida tanto por la irregularidad de los beneficios de American Sugar como por el excepcionalmente preservado y creciente poder de generar beneficios por parte de Atchison. Está claro que el precio de American Sugar estaba dominado totalmente por su tasa de 7 dólares y el de Atchison por la suya de 6 dólares, a pesar de que el historial de beneficios habría justificado un margen totalmente distinto de valores relativos de mercado.

Principio establecido de retener dividendos. Por lo tanto, tenemos por un lado una tradición muy arraigada y motivada que concentra los intereses de la inversión en la tasa de dividendos presente y pasada. Pero, por otro lado, tenemos un principio igualmente fidedigno y bien arraigado de gestión corporativa que subordina el dividendo actual al futuro bienestar de la empresa y sus accionistas. Se considera una política adecuada de gestión retener las ganancias actuales de los accionistas en pro de alguna de estas ventajas:

1. Para reforzar la posición financiera (capital circulante).
2. Para aumentar la capacidad productiva.
3. Para eliminar una sobrecapitalización original.

Cuando un equipo directivo opta por retener y reinvertir los beneficios, acumulando así superávit, afirma confiadamente estar actuando en interés de los accionistas, porque, con esta política, es indudable que la tasa de dividendos establecida se asegura mejor y, además, comporta un aumento gradual y continuo en el pago regular de los mismos. La mayor parte de los accionistas apoyarán estas políticas, ya sea porque están individualmente convencidos de que esta manera de proceder redundará en sus intereses o porque aceptan sin cuestionársela la autoridad de la dirección y los banqueros que las recomiendan.

No obstante, esta aprobación por parte de los accionistas de lo que llamamos «política conservadora de dividendos» tiene algo de superficial e incluso de reticente. Es prácticamente seguro que el inversor medio preferiría recibir su dividendo hoy y dejar que el mañana se cuidara de sí mismo. No hay ningún caso en el que la retención de dividendos por el bien de los beneficios futuros haya sido recibida con una ovación tan entusiasta que haya hecho subir el precio de las acciones. Lo exactamente contrario también ha sido cierto. *Ante dos empresas con la misma posición general y con la misma capacidad de generar beneficios, la que pague mayores dividendos venderá siempre a un precio más alto.*

Política cuestionable de retención de dividendos. Se trata de un hecho fascinante y debe servir para poner en duda la tradicional teoría de las finanzas corporativas de que, cuanto menor sea el porcentaje de beneficios repartido en forma de dividendos, mejor resultará para la empresa y sus accionistas. Si bien a los inversores se les ha enseñado a aceptar esta teoría aunque no se la crean, sus instintos —y, tal vez, su mejor criterio— la rechazan. Si tratamos de ofrecer un punto de vista fresco y crítico sobre este tema, encontraremos que pueden oponerse fuertes objeciones contra la política de dividendos aceptada entre las corporaciones estadounidenses.

Al hacer un examen más detallado de esta política, vemos que se apoya sobre dos premisas bastante claras. La primera afirma que dejar una parte considerable de los beneficios anuales en el negocio resulta ventajoso para el accionista; la segunda sostiene que es conveniente mantener una tasa de dividendos regular frente a la fluctuación de los beneficios. En cuanto a esta última, no habría ninguna duda, siempre y cuando la estabilidad de los dividendos se consiga sin demasiado sacrificio de la cantidad de dividendos. Supongamos que las ganancias varían entre 5 y 15 dólares anuales durante un período X de años, con un promedio de 10 dólares. Sin duda, iría a favor del accionista el mantenimiento de una tasa estable de dividendos de 8 dólares, a veces tirando del superávit para mantenerla, pero, como promedio, incrementando el superávit a una tasa de 2 dólares por acción anualmente.

Esto sería un sistema ideal, pero en la práctica raras veces se aplica. Nos encontramos con que la estabilidad de dividendos se consigue normalmente a través del simple recurso de pagar una pequeña parte de los beneficios medios. Con esta *reductio ad absurdum*, está claro que cualquier empresa que ganara 10 dólares por acción de promedio podía estabilizar sus dividendos a 1 dólar. La cuestión que surge inmediatamente es si los accionistas no preferirían un dividendo acumulado mucho mayor, aunque fuera irregularmente. Este punto queda muy bien ilustrado con el caso de Atchison.

El caso de Atchison. Atchison mantuvo su dividendo a la tasa anual de 6 dólares durante los quince años entre 1910 y 1924. Durante este período, los beneficios medios superaron los 12 dólares por acción, de modo que la estabilidad se consiguió reteniendo a los accionistas más de la mitad de los beneficios. A la larga, esta política dio sus frutos con un aumento de los dividendos a 10 dólares, tasa que se pagó entre 1927 y 1931, y que estuvo acompañada de un aumento en el precio de mercado a casi 300 dólares por acción en 1929. A los seis meses después del último pago a 10 dólares (en diciembre de 1931), el dividendo se suprimió por completo. Observándolo con una mirada crítica, la estabilidad del dividendo de Atchison entre 1910

y 1924 debe considerarse de dudoso beneficio para los accionistas. Durante su aplazamiento, recibieron un rendimiento incorrectamente bajo en relación con los beneficios; cuando la tasa finalmente se elevó, la importancia aparejada a tal movimiento estimuló una especulación excesiva en las acciones. Por último, la reinversión de sumas enormes de los beneficios no fue capaz de proteger a los accionistas de una pérdida total de la rentabilidad en 1931. Debe tenerse en cuenta, por supuesto, el carácter sin precedentes de la depresión en 1932; pero el hecho sigue siendo que las pérdidas de explotación reales por acción hasta la supresión de los dividendos fueron insignificantes en comparación con el superávit acumulado de los beneficios de años precedentes.

United States Steel, otro ejemplo. El caso de Atchison ilustra las dos mayores objeciones a lo que se caracteriza y se acepta como política de dividendos conservadora. La primera objeción es que los accionistas reciben, tanto de modo habitual como al final, unos rendimientos demasiado bajos en relación a los beneficios de su propiedad; la segunda es que el hecho de «guardar los beneficios para cuando vengan las vacas flacas» a menudo no es capaz de proteger ni la más moderada de las tasas de dividendos cuando efectivamente llegan las vacas flacas. Un ejemplo igualmente relevante de la ineficacia de acumular un buen superávit lo representa United States Steel, una empresa industrial líder. Las cifras siguientes reflejan una historia sorprendente:

Beneficios disponibles para las acciones ordinarias, 1901-1930	2.344.000.000 \$
.....	
Dividendos pagados:	
Efectivo.....	891.000.000
Acciones.....	203.000.000
Beneficios no repartidos.....	1.250.000.000
Pérdidas después de dividendos preferentes,	
1 ene. 1931 -30 jun 1932.....	59.000.000
Dividendos ordinarios suprimidos 30 jun. 1932.	

Un año y medio de negocio decreciente bastó para contrarrestar la influencia beneficiosa de treinta años de prácticamente una reinversión continua de los beneficios.

Los méritos de reinvertir los beneficios. Estos ejemplos sirven para dirigir nuestra atención crítica a la otra suposición sobre la que se basan las políticas de dividendos estadounidenses, es decir, que es ventajoso para el accionista que buena parte de las ganancias se retengan en la empresa.

Puede ser cierto, pero para determinarlo hay que tener en cuenta una serie de factores que normalmente no se tienen en cuenta. El razonamiento habitual de este punto puede formularse como el siguiente silogismo:

Premisa mayor: lo que beneficia a la empresa, beneficia al accionista.

Premisa menor: una empresa se beneficia de que sus ganancias sean retenidas, en lugar de repartidas en forma de dividendos.

Conclusión: los accionistas se benefician de la retención de las ganancias corporativas.

La debilidad del anterior razonamiento se apoya, obviamente, en la premisa mayor. Lo que beneficia a una empresa beneficia a sus propietarios, siempre y cuando los beneficios no pasen a la corporación a expensas de los accionistas. Tomar el dinero de los accionistas y dárselo a la empresa, sin duda, reforzará la empresa, pero si esto va o no a favor de los propietarios es un tema totalmente distinto. Es frecuente elogiar a las directivas que reinvierten en la propiedad, pero, al sopesar los beneficios de tal medida, se suele dejar de lado el elemento temporal. Resulta razonable que si un negocio pagara solamente una pequeña parte de sus ganancias en dividendos, el valor de las acciones aumentaría durante una serie de años, pero no es en absoluto tan seguro que este aumento compensara a los accionistas por los dividendos que se les han retenido, sobre todo si el interés de estas cantidades es compuesto.

Un estudio demostraría sin duda que la capacidad de generar beneficios de las corporaciones en general no crece proporcionalmente con los aumentos del superávit acumulado. Suponiendo que las ganancias declaradas estuvieran realmente disponibles para su distribución, está claro que para los accionistas sería mucho mejor cobrar en dólares y centavos prácticamente todas estas ganancias en dividendos. La comprensión inconsciente de este hecho tiene mucho que ver con la tendencia de las acciones ordinarias a pagar dividendos abundantes para vender a un precio más alto que las demás, con la misma capacidad de generar ganancias, pero que pagan solo una parte pequeña de las mismas.

Políticas de dividendos: arbitrarias y a veces determinadas por la avaricia.

Uno de los obstáculos que se interponen en el camino de una comprensión inteligente de la cuestión de los dividendos por parte de los accionistas es la noción aceptada de que la determinación de las políticas de dividendos es una función exclusiva de la directiva, de la misma forma que la gestión general del negocio. Esto es legalmente cierto, y los tribunales no interferirán con la actividad o inactividad de los dividendos de una

empresa, a menos que se dé un caso de injusticia flagrante. Sin embargo, si las opiniones de los accionistas estuvieran adecuadamente fundamentadas, se insistiría en recortar los poderes despóticos que se dan a las directivas respecto de la política de dividendos. La experiencia demuestra que estos poderes sin restricción tienden a propiciar abusos por varios motivos. Las juntas de directores suelen estar formadas en buena parte por los ejecutivos y sus amigos. Los directivos están, obviamente, deseosos de retener toda la tesorería que puedan para simplificar sus problemas financieros; también son partidarios de expandir el negocio con el fin de obtener buenos resultados y asegurarse mayores salarios. Esta es una de las principales causas del imprudente aumento de instalaciones de fabricación, que ha demostrado repetidamente ser uno de los mayores factores de desestabilización de nuestra situación económica.

Del poder discrecional de decidir la política de dividendos también se puede abusar de una manera más siniestra, a veces para permitir la adquisición de acciones a un precio indebidamente bajo, otras para facilitar su descarga a una alta cotización. Los fuertes gravámenes impuestos a los ingresos cuantiosos hacen que a menudo no resulte conveniente, desde el punto de vista de los grandes accionistas, recibir los beneficios en forma de dividendos. De modo que las políticas de dividendos pueden estar determinadas a veces por la postura del estatus impositivo de los grandes accionistas que controlan a la directiva. Eso es especialmente cierto en el caso en que dichos accionistas dominantes reciben sueldos sustanciales como ejecutivos. En casos así, están siempre dispuestos a dejar su parte de ganancias en el cofre corporativo, puesto que este está bajo su control y porque, al hacerlo, conservan el control sobre los beneficios también acumulados para los otros accionistas.

Control arbitrario de la política de dividendos que dificulta el análisis de acciones ordinarias. Al observar el conjunto de políticas de dividendos de las corporaciones estadounidenses, no puede decirse que el poder prácticamente ilimitado que se da a los directivos en este tema ha ido en beneficio de los accionistas. En demasiados casos, el derecho a pagar o a retener beneficios a discreción se ejerce de manera poco inteligente y poco equitativa. Las políticas de reparto de dividendos se gestionan a veces de manera tan arbitraria que introducen una incertidumbre adicional en el análisis de acciones ordinarias. Aparte de la dificultad para juzgar la capacidad de generar beneficios, existe la dificultad añadida de predecir qué parte de las ganancias considerará adecuada la dirección para desembolsar en forma de dividendos.

Es importante advertir que este rasgo es propio de las finanzas corporativas estadounidenses y que no tiene un equivalente similar en otros países importantes. La típica empresa inglesa, francesa o alemana

reparte prácticamente todos sus beneficios cada año, excepto los que se guardan como reservas.¹ Por ello no acumulan grandes superávits de beneficios y pérdidas como es habitual en Estados Unidos. En otros países, el capital dedicado a la expansión no lo proporcionan los dividendos no repartidos, sino la venta de acciones adicionales. Hasta cierto punto, tal vez las cuentas de reserva que se muestran en los balances de empresas extranjeras servirán a los mismos objetivos que una cuenta de superávit americana, pero las cuentas de reserva raras veces alcanzan una magnitud comparable.

Reinvertir debido a las acciones aguadas. La teoría americana de la reinversión de beneficios parece haber surgido de la práctica de aguar acciones de los tiempos anteriores a la guerra. Muchas de nuestras grandes compañías industriales hicieron su primera aparición sin activos tangibles detrás de sus acciones ordinarias y con una protección inadecuada de sus emisiones preferentes. De este modo, era natural que los equipos directivos buscaran hacer pasar por buenas estas acciones deficientes con los beneficios posteriores. Eso fue así porque las acciones adicionales no podían venderse por su valor nominal y, por lo tanto, era difícil obtener capital nuevo para su expansión, excepto a través de los beneficios no repartidos.^{297 298}

Ejemplos. Casos concretos excepcionales de la relación entre la sobrecapitalización y las políticas de dividendos los proporcionan Woolworth y United States Steel Corporation.

En 1911, con motivo de la venta original de las acciones de F. W. Woolworth Company al público, la empresa emitió acciones preferentes para representar todos los activos tangibles, y acciones ordinarias para representar el pasivo (deuda). El balance, por lo tanto, reflejaba un pasivo de 50.000.000 dólares en acciones ordinarias, con un valor nominal de 100 dólares.²⁹⁹ A medida que Woolworth fue creciendo, se acumuló un amplio superávit a base de beneficios y se cargaron cantidades a este superávit para reducir la cuenta del pasivo, hasta que finalmente fue amortizada a 1 dólar.³⁰⁰

En el caso de la United States Steel Corporation, la capitalización original superaba los activos tangibles en no menos de 768.000.000 de

²⁹⁷ Véase explicación y ejemplos en la nota 46 del Apéndice.

²⁹⁸ El sistema sin valor nominal es en buena parte un desarrollo posterior a 1918.

²⁹⁹ Este fue durante muchos años un esquema normal para la financiación de empresas industriales. Lo siguieron Sears Roebuck, Cluett Peabody, National Cloak and Suit, y otras.

³⁰⁰ Hay que advertir que cuando el pasivo de Woolworth se declaró por primera vez en el balance a 50.000.000 dólares, su valor real era de solo unos 20.000.000 dólares. Pero cuando la deuda se amortizó a 1 dólar, en 1925, su valor real era, al parecer, de varias veces los 50.000.000 dólares.

dólares, representando todas las acciones ordinarias y más de la mitad de las preferentes. Esta «agua» en el balance no se presentaba como una partida del pasivo, como en el caso de Woolworth, sino que se ocultaba mediante una sobretasación de los activos fijos (es decir, de la Cuenta de Inversión en la Propiedad). Sin embargo, a través de varios métodos de contabilidad, la dirección aplicó los beneficios de explotación a la amortización de estos activos intangibles o ficticios. Para el fin de 1929, un total de 508.000.000 de dólares —equivalente a toda la emisión original de acciones ordinarias— se había retirado de los beneficios o superávit y se había deducido de la cuenta de propiedad. En la cuenta de 1937 se estableció aparte el balance de 260.000.000 de dólares como activo intangible, que luego se amortizaron por completo en 1938 a través de una reducción en el valor declarado de las acciones ordinarias.

De algunas de las políticas de contabilidad mencionadas con anterioridad hablaremos de nuevo más adelante, con respecto a su influencia en los valores de inversión, en los capítulos sobre análisis de la cuenta de resultados y análisis del balance. Desde el punto de vista de los dividendos, es evidente que, en ambos ejemplos, la decisión de retener grandes sumas de beneficios, en lugar de repartirlos entre los accionistas, se debió en parte al deseo de eliminar partidas intangibles de la cuenta de activos.

Conclusiones de lo anterior. De lo dicho anteriormente se pueden sacar ciertas conclusiones. Primero, la cuestión muy práctica de qué significado se le debe dar a la tasa de dividendos en comparación con los beneficios declarados y, segundo, la cuestión más teórica pero igualmente importante de qué políticas de dividendos han de considerarse como las más deseables desde el punto de vista del interés de los accionistas.

La experiencia confirmaría el veredicto aceptado en la Bolsa de que 1 dólar de beneficios tiene más valor para el accionista si se le paga en dividendos que si se asigna a superávit. El inversor en acciones ordinarias debe exigir habitualmente tanto una capacidad de generar beneficios adecuada como unos dividendos igualmente adecuados. Si el dividendo es desproporcionadamente pequeño, una compra como inversión estará justificada solo con un resultado de beneficios excepcionalmente elevado (o con una situación muy especial respecto de los activos líquidos). Por otro lado, una política de dividendos extraliberal no puede compensar unas ganancias inadecuadas, puesto que, con dicho resultado, la tasa de dividendos ha de ser necesariamente de poco fiar.

Para ayudar a desarrollar estas ideas cuantitativamente, ofrecemos las siguientes definiciones:

La *tasa de dividendos* es la cantidad de dividendos anuales pagados por

acción, expresada ya sea en dólares o como porcentaje de un valor nominal de 100 dólares. (Si el valor nominal es menor de 100 dólares, no es aconsejable referirse a la tasa de dividendos como cifra porcentual, puesto que podría llevar a confusión.)

La *tasa de beneficios* es la cantidad de ganancias anuales por acción, expresada ya sean en dólares o como porcentaje de un valor nominal de 100 dólares.

El *ratio de dividendos* o *rentabilidad de los dividendos* o *rendimiento de los dividendos* es el ratio de dividendo pagado al precio de mercado (por ejemplo, unas acciones que pagan 6 dólares anualmente y venden a 120 tienen un ratio del 5%).

El *ratio de beneficios* o *rentabilidad de beneficios* o *rendimiento de beneficios* es el ratio de beneficios anuales respecto del precio de mercado (por ejemplo, unas acciones que ganan 6 dólares y se venden a 50 muestran una rentabilidad de beneficio del 12%).³⁰¹

Supongamos ahora que unas acciones ordinarias A, con perspectivas medias, que ganan 7 dólares y pagan 5 dólares, se vendieran a 100. Luego, que unas acciones ordinarias similares B, que ganan 7 dólares pero pagan solo 4 dólares, se vendieran por debajo de 100. Su precio, evidentemente, estaría entre 80 (que representa un 5% de rendimiento de dividendo) y 100 (que representa un 7% de rendimiento de beneficio). En general, el precio ha de tender a establecerse más cerca del límite inferior que del superior. Una aproximación del precio relativo adecuado sería de unos 90, a cuyo nivel el rendimiento de dividendo es del 4,44% y el ratio de beneficios del 7,78%. Si el inversor hace una pequeña concesión en rendimiento de dividendo por debajo de lo estándar, tiene derecho a exigir un aumento mayor al equivalente en forma de una capacidad de obtener beneficios por encima de lo estándar.

En el caso contrario, unas acciones similares C pueden ganar 7 dólares pero pagar 6 dólares. En este caso, el inversor tiene justificado pagar una prima por encima de 100 por el dividendo más cuantioso. El límite superior, por supuesto, podría ser de 120, a cuyo precio el ratio de dividendo sería el 5% estándar, pero el ratio de beneficios sería de tan solo el 5,83%. Aquí, de nuevo, el precio adecuado ha de aproximarse más al límite inferior que al superior, por ejemplo, 108, a cuya cifra el rendimiento de dividendo sería de 5,56% y el ratio de beneficio 6,48%.

Principio sugerido para los pagos de dividendos. Si bien estas cifras

^s El término «base de beneficios» tiene el mismo significado que «ratio de beneficios». En cambio, el término «base de dividendo» es ambiguo, puesto que a veces se utiliza para expresar la tasa y a veces el ratio.

se han tomado de manera arbitraria, corresponden bastante bien a la realidad de los valores de inversión bajo lo que ahora parecen ser condiciones normales del mercado bursátil. La tasa de dividendos se considera importante, aparte de los beneficios, no solo porque el inversor desea rentas en efectivo de su capital, sino también porque las ganancias que no se pagan en forma de dividendo tienen tendencia a perder parte de su valor efectivo para el accionista. Debido a ello, los accionistas estadounidenses harían bien en adoptar una actitud diferente a la que han tenido hasta la fecha con respecto a las políticas corporativas de dividendos. Sugerimos el siguiente principio como una modificación conveniente del punto de vista tradicional:

Principio: Los accionistas tienen derecho a recibir los beneficios de su capital excepto en caso de que decidan reinvertirlos en el negocio. La directiva debe retener o reinvertir los beneficios solo con la aprobación especial de los accionistas. Tales «ganancias» que deben ser retenidas para proteger la posición de la empresa, en realidad, no son en absoluto beneficios. No deben declararse como beneficios sino que deben deducirse de la cuenta de resultados, como reservas necesarias, con una explicación mínima adecuada. *Un superávit obligatorio es un superávit imaginario.*³⁰²

En caso de que este principio fuera aceptado de manera general, la retención de los beneficios no se tomaría como algo asumido y determinado de manera arbitraria por parte de la directiva, sino que precisaría una justificación correspondiente a que la que ahora se espera en caso de cambios de capitalización y de la venta de acciones adicionales. El resultado sería someter las políticas de dividendos a un mayor escrutinio y a una crítica más inteligente de la que ahora reciben, imponiendo así una comprobación saludable de la tendencia de las directivas a expandirse de manera poco prudente y a acumular un excesivo capital circulante.³⁰³

Si desembolsar la mayor parte de los beneficios de cada año acaba siendo una política habitual (como se hace en el extranjero), la tasa de dividen-

³⁰² Nos referimos aquí a un superávit que *ha tenido que ser acumulado* con el objetivo de *mantener* la posición de la empresa, y no a un superávit acumulado como parte de una buena gestión.

³⁰³ El procedimiento que se propone en la British Companies Act de 1929 requiere que los pagos de dividendos sean aprobados por los accionistas en su junta anual, pero prohíbe la aprobación de una tasa mayor que la recomendada por los directores. A pesar de esta última condición, el simple hecho de que la política de dividendos sea sometida a los accionistas para su aprobación o crítica conlleva un recordatorio concreto a la directiva de sus responsabilidades, y a los propietarios de sus derechos, sobre esta importante cuestión.

Aunque la Companies Act no requiere este procedimiento en todos los casos, en Inglaterra se sigue de manera generalizada. Véase Companies Act de 1929, secciones 6-10; Tabla A de la Companies Act de 1929, *pars.* 89-93; *Palmer's Company Law*, pp. 222-224, 13^a ed., 1929.

dos variará con las condiciones del negocio. Eso introduciría, aparentemente, un factor de inestabilidad añadido a los valores. Sin embargo la objeción a la práctica presente es que es incapaz de producir la tasa estable de dividendo que es su objetivo declarado y que, además, justifica el sacrificio que impone. De modo que, en vez de un dividendo de fiar que mitigue la incertidumbre de beneficios, con frecuencia nos encontramos con una política de dividendos arbitraria e inexplicable que agrava la inseguridad de los beneficios. El remedio más adecuado consistiría en transferir al accionista la tarea de calcular el promedio de su propio rendimiento anual. El inversor en acciones ordinarias debe formarse una opinión relativamente satisfactoria de la capacidad media de generar beneficios, más allá de las fluctuaciones anuales, y también debe acostumbrarse a una idea de la rentabilidad media. Como, de hecho, las dos ideas son esencialmente idénticas, las fluctuaciones de dividendos de este tipo no deberían empeorar las cosas para el inversor en acciones ordinarias. Al final, estas fluctuaciones jugarán más a su favor que el presente método de intentar, normalmente sin éxito, estabilizar el dividendo con fuertes aportaciones a la cuenta de superávit.³⁰⁴ Sobre la anterior base, las rentas medias del accionista serían probablemente mucho mayores.

Paradoja. Si bien hemos llegado a la conclusión de que el pago de una parte liberal de las ganancias en dividendos aumenta claramente el atractivo de unas acciones ordinarias, hay que reconocer que esta conclusión envuelve una paradoja curiosa: el valor aumenta si le restamos valor. Cuanto más resta el accionista en dividendos del fondo de capital y superávit, más valor le da a lo que queda. Es como la famosa leyenda de los *Libros Sibilinos*,³⁰⁵ excepto que aquí, en vez de quedar igual, el precio de lo que queda aumenta porque se le han llevado una parte.

Este punto puede ejemplificarse muy bien mediante una comparación de Atchi-son y Union Pacific —dos ferrocarriles de similar abasto— a lo largo de un período de diez años, entre el 1 de enero de 1915 y el 31 de diciembre de 1924.

³⁰⁴ Para un estudio exhaustivo de los efectos de la retención de beneficios a favor de la regularidad en la distribución de dividendos, véase O. J. Curry, *Utilization of Corporate Profits in Prosperity and Depression*, Ann Arbor, 1941.

³⁰⁵ Los libros sibilinos eran unos libros mitológicos y proféticos de la antigua Roma. La sibila de Cumas se presentó en cierta ocasión ante el rey romano Lucio Tarquinio el Soberbio bajo la apariencia de una mujer muy anciana y le ofreció nueve libros proféticos a un precio extremadamente alto. Tarquinio se negó, pensando en conseguirlos más baratos, y entonces la sibila destruyó tres de los libros. A continuación, le ofreció los seis restantes al mismo precio que al principio; Tarquinio se negó de nuevo y ella destruyó otros tres. Ante el temor de que desaparecieran todos, el rey aceptó comprar los tres últimos pero pagó por ellos el precio que la sibila había pedido por los nueve. (*N. de la T*)

Emisión	Por acción ordinaria	
	Union Pacific	Atchison
Ganado, 10 años 1915–1924	142,00 \$	137 \$
Ajustes netos cuenta superávit	créd. 1,50*	ab. 13
<i>Total disponible para accionistas</i>	140,50 \$	150 \$
Dividendos pagados	97,50 \$	60 \$
Aumento en precio de mercado	33,00	25
<i>Total obtenible por los accionistas</i>	130,50 \$	85 \$
Aumento rentas, 1924 sobre 1914	9%†	109%†
Aumento valor declarado, 1924 sobre 1914	25%	70%
Aumento tasa dividendos, 1924 sobre 1914	25%	ninguno
Aumento precio mercado, 1924 sobre 1914	28%	27%
Precio mercado, 31 dic., 1914	116	93
Precio mercado, 31 dic., 1924	149	118
Beneficios, año acab. 30 junio, 1914	13,10 \$	7,40 \$
Beneficios, año 1924 real	14,30	15,45

* Excluidos unos 7 dólares por acción transferidos de reservas a superávit.

† Año 1924 real comparado con el año acabado el 30 de junio de 1914.

Hay que señalar que, como Atchison no aumentó sus dividendos, el precio de mercado de las acciones no logró reflejar adecuadamente el gran aumento que se produjo tanto en capacidad de beneficios como en valor declarado. La política más liberal de dividendos de Union Pacific provocó el resultado contrario.

Esta anomalía bursátil se explica en buena parte por el conflicto subyacente entre las dos ideas predominantes relativas a dividendos que hemos comentado en este capítulo. En el siguiente breve resumen de la situación indicamos la relación que hay entre los aspectos teóricos y prácticos del tema dividendos.

Resumen

1. Hay algunos casos en los que los accionistas obtienen beneficios positivos de una política ultraconservadora de dividendos; es decir, mediante eventuales beneficios y dividendos mucho mayores. En esos

casos, el criterio del mercado demuestra equivocarse al penalizar las acciones que dan un dividendo menor. El precio de estas acciones debería subir en vez de bajar, porque los beneficios han sido añadidos al superávit en lugar de haberse distribuido en forma de dividendos.

2. Sin embargo, es mucho más frecuente que los accionistas obtengan beneficios mucho mayores de los pagos en dividendos que de las adiciones al superávit. Eso sucede porque (a) los beneficios reinvertidos no consiguen aumentar adecuadamente la capacidad de generar beneficios, o (b) porque no son en absoluto beneficios reales, sino reservas que se han tenido que retener simplemente para proteger el negocio. En la mayoría de casos, la disposición del mercado a enfatizar el dividendo y a ignorar las aportaciones al superávit resulta evidente.

3. La confusión de ideas surge del hecho que el accionista vota de acuerdo con la primera premisa e invierte en base a la segunda. Si los accionistas se afirmaran con inteligencia, esta paradoja tendería a desaparecer. Puesto que, en ese caso, la retención de buena parte de los beneficios se convertiría en una práctica excepcional, sujeta al escrutinio riguroso de los accionistas y presumiblemente aprobada por ellos, partiendo de la convicción calculada de que tal retención sería beneficiosa para los propietarios de las acciones. Ese apoyo respetuoso a una baja tasa de dividendos probablemente disiparía el escepticismo de la Bolsa en este aspecto y permitiría que el precio reflejara tanto los beneficios que se están acumulando como los que se están pagando.

Tal vez la explicación parezca estar en conflicto con la sugerencia, avanzada en el capítulo anterior, de que los aumentos a largo plazo en los valores de las acciones ordinarias se deben a menudo a la reinversión de los beneficios no repartidos. Aquí debemos distinguir entre dos líneas de argumentación. Partiendo de nuestro caso estándar de una empresa que gana 10 dólares por acción y paga dividendos de 7 dólares, hemos señalado que las repetidas aportaciones anuales de 3 dólares por acción al superávit han de servir para incrementar el valor de las acciones durante un período de años. Eso podría ser cierto y, al mismo tiempo, la tasa de aumento en valor puede ser considerablemente menor que 3 dólares por año compuesto. Si tomamos el caso contrario, es decir, 3 dólares pagados en dividendos y 7 dólares añadido al superávit, la distinción es más clara. Sin duda, la cuantiosa adición al superávit hará crecer el valor de las acciones, pero también es bastante probable que este valor no consiga aumentar al ritmo anual de 7 dólares compuesto. De este modo, el argumento contra la reinversión de grandes porciones de los beneficios anuales seguiría siendo perfectamente válido. Avanzamos nuestra postura crítica contra el último tipo de práctica, es decir, la retención del 70% de los beneficios, y no contra la normal reinversión de aproximadamente un

30% de los beneficios.

Políticas de dividendos desde 1934. Si hubiera que juzgar la práctica de dividendos de las corporaciones estadounidenses solamente por los resultados de 1934-1939, el espíritu crítico que rezuma este capítulo se habría atenuado considerablemente. En estos años recientes, ha habido una tendencia clara hacia una mayor libertad en el pago de dividendos, particularmente por parte de empresas que no tienen unas oportunidades claras de hacer una expansión rentable. La retención de beneficios por parte de empresas de crecimiento rápido, como los fabricantes de aeronáutica, pocas veces se discute. Desde finales de 1932, por el contrario, General Motors Corporation ha desembolsado aproximadamente un 80% de los beneficios a los accionistas de acciones ordinarias, sin que esto supusiera una gran desviación en ningún año hasta 1939. En ese año, el Departamento del Tesoro (Hacienda) anunció que utilizaría el 70% como test bruto preliminar para decidir si una empresa está sujeta o no a impuestos de penalización por acumulación indebida de superávit.

Por lo que respecta a los precios de acciones, puede decirse que apenas han sufrido la influencia indebida de las políticas arbitrarias de dividendos en estos últimos años, ya que, no solo las propias políticas han sido mucho menos arbitrarias que en tiempos pasados, sino que en la Bolsa ha habido una tendencia clara a subordinar el factor dividendo a los beneficios declarados y previstos.

El impuesto sobre los beneficios no distribuidos. Los dividendos más liberalizados de años recientes se han debido en parte al muy controvertido impuesto sobre los beneficios no distribuidos. Este fue establecido por el Congreso en 1936, con una escala gradual entre el 7 y el 27%. Después de recibir críticas furibundas, el impuesto se rebajó a un residual 2,5% en 1938 y fue totalmente revocado al año siguiente. Su principal objetivo era impulsar a las empresas a repartir sus beneficios de modo que pudieran estar sujetas a gravámenes sobre las rentas personales impuestas a los accionistas. Un objetivo secundario parece haber sido limitar la acumulación de superávit corporativo, que algunos consideraban injurioso, ya sea porque coartaba el poder adquisitivo de los individuos o porque llevaba a una expansión imprudente. Pero el impuesto fue amplia y violentamente condenado, principalmente porque impedía la creación de fondos de reserva o de superávit que resultaban imprescindibles para enfrentarse a las pérdidas, emergencias o necesidades de expansión futuras. Se dijo que imponía una fuerte penalización al ahorro y la prudencia corporativos y que actuaba con especial severidad contra las empresas pequeñas o de nueva creación que debían contar básicamente con los beneficios retenidos para su crecimiento.

Ley cuestionable pero criticada por fundamentos erróneos. En nuestra opinión, la ley era muy mala, pero ha sido criticada en buena medida desde un punto de vista equivocado. Su objetivo, tal y como se anunció inicialmente, era gravar a las empresas como si fueran sociedades y, por lo tanto, igualar la base impositiva de los negocios corporativos y no corporativos. Se podría decir mucho a favor de este objetivo, pero, cuando el proyecto de ley fue finalmente aprobado, en realidad, la imposición recayó en las sociedades por encima de la imposición a las corporaciones, discriminando así fuertemente la forma corporativa y, en especial, actuando en contra de los accionistas. Tampoco era un impuesto practicable por lo que respecta a los accionistas ricos, porque los tipos tan altos de impuesto sobre la renta particular, combinados con los impuestos corporativos (estatal y federal), creaban una carga global sin duda hostil a la iniciativa individual. Igual de condenables eran los detalles técnicos de la ley fiscal, que fomentaba una distribución de beneficios superior a los beneficios contables reales, dejaba de lado las pérdidas de capital reales y no admitía ninguna flexibilidad en el tratamiento de los valores de inventario.

A pesar de la opinión contraria prácticamente universal, no consideramos que el impuesto sobre los beneficios no distribuidos impidiera realmente la reinversión de beneficios, salvo en el caso de que disminuyeran debido al impuesto sobre la renta personal, como en el caso de un negocio no corporativo. Las corporaciones tenían a su disposición una serie de métodos para retener o recuperar estos beneficios sin estar sujetas a la presión fiscal. Estos métodos incluían: (1) la declaración de los dividendos de acciones (por ejemplo, en acciones preferentes); (2) pago de dividendos «opcionales», ideado para impulsar a los accionistas a llevarse acciones en vez de dinero en efectivo; (3) oferta de acciones adicionales con condiciones atractivas en el momento del pago de dividendos en efectivo. Los críticos con el impuesto sobre los beneficios no distribuidos han afirmado que estos métodos eran inconvenientes o impracticables. Nuestra opinión es que eran bastante practicable y muchas corporaciones recurrieron a ellos en 1936 y 1937,³⁰⁶ pero que fueron evitados por la mayoría, ya fuera por falta de familiaridad o por el deseo de mostrarse lo más severos posible contra la ley.

Política de dividendos adecuada. Ante el escepticismo que hemos expresado sobre si los accionistas se benefician realmente o no de las

³⁰⁶ Véase Rolbein, David L., «Noncash Dividends and Stock Rights as Methods for Avoidance of the Undistributed Profits Tax», XII *The Journal of Business of the University of Chicago* 221-264, julio de 1939. Para estudios más exhaustivos sobre este impuesto, véase Alfred G. Buehler, *The Undistributed Profits Tax*, Nueva York, 1937 (valoración contraria), y Graham, Benjamin, «The Undistributed Profits and the investor», LXVI *Yale and Law Journal* 1-18, noviembre de 1936, sobre los puntos de vista expresados arriba.

políticas de retención de dividendos, puede que se nos considere simpatizantes de la idea de impedir la reinversión de beneficios imponiendo un impuesto de penalización a la misma. Eso dista mucho de ser así. Las políticas de dividendos y de reinversión no han de estar controladas por la ley, sino por la decisión inteligente de los accionistas. En casos individuales, puede estar justificada la retención de muchos más beneficios de lo que normalmente se considera recomendable. En la práctica ha de adaptarse a las circunstancias; la política ha de estar determinada y propuesta inicialmente por la directiva, pero debe someterse a la consideración y valoración independiente de los accionistas en su propio interés, diferenciado del de la empresa como entidad separada o la directiva como grupo especial.

Capítulo 30

Dividendos en acciones

Los repartos de acciones en vez de dinero en efectivo son de dos tipos, los que podríamos llamar extraordinarios y los periódicos. Un dividendo extraordinario de acciones se puede definir como el que capitaliza parte del superávit acumulado de los años anteriores, es decir, que transfiere una cantidad considerable del superávit acumulado al capital declarado y da a los accionistas acciones adicionales que representan los fondos así transferidos.

Un dividendo periódico de acciones es aquel que capitaliza una parte de los beneficios solo del año en curso. De este modo, suele ser casi siempre de un tamaño relativamente pequeño. Se le llama periódico porque tales dividendos suelen repetirse durante unos cuantos años, de acuerdo con la política establecida.

Dividendos extraordinarios de acciones

Los dividendos de acciones extraordinarios son legales y legítimos, pero producen abundantes efectos desafortunados. El único motivo por el que dicho dividendo es a la vez sólido y práctico es que ajustará el precio de mercado de las acciones a un nivel más conveniente. Un amplio interés público y un mercado activo son atributos deseables de unas acciones ordinarias, y estos disminuyen cuando el margen de precio habitual ha alcanzado una cifra tan alta como, por ejemplo, 300 o 400 dólares por acción. De ese modo, un aumento en el número de acciones y la reducción en valor de cada una de ellas, mediante un amplio dividendo en acciones, sería un paso lógico a dar.

Ejemplo: En 1917, las acciones de Bethlehem Steel se vendían por encima de 500 dólares por acción. Se pagó un dividendo del 200% (y se vendieron acciones adicionales a su valor nominal), lo que rebajó el precio de mercado a aproximadamente 150.

Divisiones. Se puede obtener exactamente el mismo resultado reduciendo el valor nominal de las acciones. A este tipo de operación se la conoce popularmente como una «división». Durante el mercado al alza de

la década de 1920, las reducciones de valor nominal fueron mucho más frecuentes que los grandes dividendos de acciones sobre acciones con valor nominal, porque el aumento de precio de mercado hasta entonces había sobrepasado tanto el superávit acumulado que una distribución de este último habría sido insuficiente para alcanzar su objetivo.

Ejemplo: En 1926, las acciones de General Electric se vendían a 360. Por cada vieja acción con un valor nominal de 100 dólares se entregaron cuatro nuevas acciones sin valor nominal, reduciendo así su precio de mercado a unos 90. Para alcanzar el mismo resultado con un 300% de dividendo de acciones habría sido necesario transferir 540 millones del superávit al capital, pero el superávit era entonces de solo 100 millones. Algo similar sucedió en 1930, cuando las acciones de General Electric volvieron a dividirse 4 a 1.

En el caso de Woolworth, la emisión original de acciones ordinarias de 500.000 acciones se aumentó a 9.750.000 en los siguientes pasos, lo que representaba tanto dividendos en acciones como divisiones.

***Total acciones en
circulación***

1920: Dividendo en acciones del 30%, reduciendo el precio de unos 140 a aprox. 110.....	650.000
1924: Valor nominal reducido de 100 \$ a 25 \$, reduciendo el precio de aprox. 320 a 80.....	2.600.000
1927: Dividendo en acciones del 50%, reduciendo el precio de unos 180 a 120.....	3.900.000
1929: Valor nominal reducido de 25 \$ a 10 \$, reduciendo el precio de aprox. 225 a 90.....	9.750.000

En 1926, American Can combinó ambas operaciones y redujo el valor nominal de 100 a 25 dólares y pagó también un dividendo en acciones del 50%. De ese modo se emitieron 6 acciones por 1 y el precio se redujo de aproximadamente 300 a 50.

División de acciones y dividendos de acciones en acciones sin valor nominal.

En el caso de las acciones ordinarias, una división o un dividendo en acciones conduce exactamente a los mismos resultados, y a efectos prácticos estos resultan inapreciables. Si bien un dividendo en acciones

requiere la transferencia de cierta suma declarada de superávit a capital, la infinita flexibilidad contable que permiten las acciones sin valor nominal puede hacer que esta transferencia sea un asunto puramente nominal.

Ejemplos: En 1926, Central States Electric Corporation pagó un dividendo en acciones del 900%, aumentando el número de acciones (sin valor nominal) de 109.000 a 1.090.000. A finales de 1925, las viejas acciones tenían un valor declarado de unos 44 dólares por acción, pero las nuevas acciones se cargaron contra el superávit a un tipo de solo 1 dólar por acción.

De manera similar, la Coca-Cola Company pagó un dividendo en acciones del 100% en acciones de clase A sin valor nominal. Estas acciones se declararon a 5 dólares cada una (menos que el valor declarado de las ordinarias) a pesar del hecho de que las acciones de clase A tienen todas las características de una emisión preferente de 50 dólares de valor nominal, excepto la designación formal de tal cifra nominal. (Véase también la contabilidad de esta empresa de su dividendo del 100% pagadero en acciones ordinarias en 1927, y también nuestra explicación de su tratamiento de recompras de acciones de clase A en el cap. 42.)

Objeciones a los dividendos y divisiones de acciones extraordinarios. Los dividendos y divisiones de acciones extraordinarios están expuestos a la grave objeción de que su declaración ejerce una influencia indebida sobre los precios de mercado y, por lo tanto, constituyen un vehículo para la manipulación y para que los miembros de la empresa se puedan beneficiar injustamente de ellos. En teoría, es evidente que un dividendo en acciones amplio no proporciona al accionista nada que no tuviera ya antes. Sus dos trozos de papel representan ahora la misma propiedad que anteriormente estaba expresada por un solo trozo. Este razonamiento llevó al Tribunal Supremo de Estados Unidos a determinar que los dividendos en acciones no son ingresos y que, por lo tanto, no están sujetos a un gravamen impositivo.¹ Sin embargo, en la práctica, a un dividendo en acciones se le puede otorgar rápidamente una importancia especulativa excepcional, puesto que la especulación en acciones es, en buena parte, un tema de A tratando de adivinar lo que es más probable que B, C y D estén pensando, y con B, C y D tratando de hacer lo mismo. De ese modo, un dividendo en acciones, aunque no tenga una relevancia real de ningún tipo, puede y sirve de estímulo para este intento mutuo de aprovecharse los unos de los otros que subyace en el fondo de las actividades especulativas.^{307 308}

³⁰⁷ Es la famosa decisión *Esiner vs. Macomber* de 1920. En 1936 el Tribunal Supremo decidió, en el caso *Koshland*, que los dividendos en acciones que daban al accionista un interés prorrata distinto del que tenía antes debían gravarse con impuestos. Bajo una

Efecto sobre la tasa de dividendos en efectivo. El carácter esencialmente ilusorio de los grandes dividendos en acciones sería más evidente si no fuera por el hecho de que un elemento de inversión de importancia real puede también intervenir en el conjunto. El pago de un dividendo extraordinario en acciones es normalmente el precursor de un aumento en la tasa normal de dividendo en efectivo. Puesto que los inversores tienen un legítimo interés por los dividendos en efectivo, han de estar forzosamente interesados por cualquier dividendo en acciones, puesto que este puede tener una influencia sobre el probable dividendo en efectivo. Este argumento puede contribuir a confundir el tema y a simplificar los aspectos puramente manipulativos de las declaraciones de dividendos de acciones.

El historial de dividendos de una corporación industrial próspera revela a menudo la secuencia siguiente:

1. Un período prolongado de dividendos menores en comparación con los beneficios, con la acumulación gradual de un gran superávit.
2. El pago repentino de un dividendo cuantioso en acciones.
3. Un aumento inmediato en los pagos regulares de dividendos en efectivo.^{309 310}

Ninguna política podría contribuir a crear una mayor confusión en las actitudes inversoras y especulativas o prestarse más fácilmente a la

resolución de la Junta de Apelaciones Fiscales esto sería aplicable, por ejemplo, a un dividendo pagadero en acciones preferentes de las cuales una parte estaba antes en circulación.

³⁰⁸ Compárese el divertido y edificante símil de J. M. Keynes: «... la inversión profesional puede compararse con esos concursos de los periódicos en los que los lectores tienen que elegir las seis caras más bonitas entre cien fotos, que gana el lector que haya elegido la selección que corresponde más ajustadamente a las preferencias medias del conjunto de los concursantes; de modo que cada concursante no ha de elegir las caras que él considera más bellas, sino las que cree que es más probable que atraigan a los otros concursantes, todos los cuales están, a su vez, enfocando el problema de la misma manera. No es un caso de elegir las que, según el mejor criterio de uno, son realmente más bellas, ni siquiera las que la opinión media cree de verdad que son las más bellas.

Hemos alcanzado el tercer grado en el que consagramos nuestras inteligencias a prever qué opinión media tendrá la opinión media. Y creo que los hay que practican el cuarto, el quinto y grados todavía más altos.» *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p. 156, Nueva York, 1936.

³¹⁰ Por ejemplo, en 1926, American Can emitió seis acciones por una mediante una división cuatro por una y un dividendo en acciones del 50%. La tasa de dividendos era de 7 dólares por acción sobre las antiguas acciones, pero se inició rápidamente una tasa de 2 dólares sobre las nuevas, que equivalía a 12 dólares por acción sobre las antiguas. En 1929 la tasa sobre las acciones nuevas se elevó a 5 dólares por acción. Asimismo National Biscuit pagó un dividendo de 7 dólares anualmente desde 1912 hasta 1922, aunque aumentó considerablemente por encima de esta cifra. En 1922 las acciones se dividieron 7 por 1 con la emisión de 4 nuevas acciones por cada una de las antiguas, seguidas de un 75% de dividendo en acciones. Los dividendos de las nuevas acciones se inauguraron a 3 dólares por acción, equivalente a 21 dólares por acción en las antiguas.

asunción de ventajas injustas por parte de los que tienen el control.

Dividendos periódicos en acciones

Esta política representa un gran avance en la solidez financiera básica respecto de las prácticas caprichosas y a menudo injustas que hemos estado explicando. Dichas prácticas implican, primero, una gran acumulación de beneficios no distribuidos en la cuenta de superávit y, segundo, la capitalización final de los mismos a través de los dividendos en acciones en fechas y cantidades arbitrarias. Teniendo en cuenta que en muchos casos puede resultar conveniente retener buena parte de las ganancias de cada año en el negocio, los intereses de los accionistas estarían mejor servidos si se les diera una prueba tangible de su propiedad de estos beneficios reinvertidos.

Si una empresa gana regularmente 12 dólares por acción y paga solo 5 dólares en efectivo, los accionistas saldrían ganando si recibieran cada año un dividendo en forma de acción que representara buena parte de los 7 dólares que se han añadido a los recursos de su empresa. En teoría, el certificado de acciones adicionales no les da nada de lo que no puedan prescindir; en otras palabras, sin un dividendo en acciones, su anterior certificado todavía representaría plenamente su propiedad de los 7 dólares añadidos por acción. Pero, en realidad, el pago de un dividendo periódico en acciones conlleva importantes ventajas. Entre ellas están las siguientes:

1. El accionista puede vender el certificado de dividendo en acciones, de modo que tiene la opción de convertirlo en efectivo o de tener más acciones en representación de los recursos reinvertidos. Sin el dividendo en acciones puede, en teoría, lograr el mismo fin vendiendo una pequeña parte de su participación representada en su viejo certificado, pero, en la práctica, eso es algo difícil de calcular y complejo de ejecutar.³¹¹
2. Tiene más probabilidades de recibir mayores dividendos en efectivo como resultado de esa política, porque la tasa de efectivo establecida se mantendrá en el número aumentado de acciones. Por ejemplo, si una empresa que gana 12 dólares paga 5 dólares en efectivo y 5% en acciones, lo más probable es que al año siguiente pague 5 dólares en

³¹¹ Para ejemplos de esta secuencia, véase: Cides Service Company, que pagó 6% en efectivo y 6% en acciones entre el 1 de marzo de 1925 y el 1 de junio de 1932; Sears, Roebuck and Company, que pagó 2,50 dólares por acción en efectivo y un 4% en acciones (tasas anuales) desde mediados de 1928 hasta el primer trimestre de 1931; Auburn Automobile Company, que pagó 1 dólar en efectivo y 2% en acciones (trimestralmente) desde enero de 1928 hasta julio de 1931; R. H. Macy and Company, Inc., que durante 1928-1932 pagó unos dividendos anuales en acciones del 5% junto con unos dividendos en efectivo crecientes.

efectivo sobre la nueva capitalización, equivalente a 5,25 dólares en las carteras anteriores. Sin el dividendo en acciones, probablemente seguiría pagando la tasa de 5 dólares anterior.

3. Añadiendo los beneficios reinvertidos al capital declarado (en vez de hacerlo al superávit), la directiva asume la obligación directa de ganar dinero y pagar dividendos sobre estos recursos añadidos. Respecto del superávit de pérdidas y ganancias no existe tal contabilidad. El procedimiento del dividendo en acciones servirá no solo como reto a la eficiencia de la directiva, sino también como un test adecuado de la conveniencia de reinvertir las sumas implicadas.
4. Las emisiones que pagan dividendos en acciones periódicamente disfrutan de un mayor valor de mercado que acciones ordinarias similares que no pagan dichos dividendos.

Variaciones en la práctica del pago periódico de dividendos en acciones.

La práctica de desembolsar dividendos en acciones periódicamente se desarrolló con relativa rapidez desde aproximadamente 1923 hasta la depresión económica de 1929. Se recurrió a tres variaciones sobre esta idea:

1. El método estándar consistía en pagar un dividendo en acciones, además del dividendo regular en efectivo. Estos dividendos en acciones se pagaban mensualmente³¹², trimestralmente³¹³, semestralmente³¹⁴ o anualmente³¹⁵.
2. A veces se ofrecía un dividendo en acciones periódico en lugar del habitual dividendo en efectivo. Eso supone una opción en la que el accionista podía disponer de una cierta cantidad, ya fuera en efectivo o en acciones.

Ejemplo: Entre 1925 y 1929,³¹⁶ la Seagrave Corporation pagó un dividendo trimestral a la tasa anual de 1,20 dólares en efectivo o el

³¹² Cities Service Company, desde el 1 de julio de 1932; Gas and Electric Securities Company, entre 1926 y 1931.

³¹³ Sears, Roebuck and Company, entre 1928 y 1931; Auburn Automobile Company, entre 1928 y 1931; Federal Light and Traction Company, entre 1925 y 1932.

³¹⁴ American Water Works and Electric Company, entre 1927 y 1930; American Gas and Electric Company, entre 1914 y 1931, con dividendos adicionales esporádicos en acciones; American Power and Light Company, entre 1923 y 1931, con adicionales en acciones.

³¹⁵ Continental Can Company, en 1924 y 1925; R. H. Macy and Company, Inc., entre 1928 y 1931; Truscon Steel Company, entre 1926 y 1931; General Electric Company, entre 1922 y 1925 (5% en acciones especiales).

³¹⁶ Compárese este plan con el opcional de dividendo o intereses sobre bonos y acciones preferentes mencionado en la nota 2 del capítulo 22.

10% en acciones.

3. En algunos casos, se pagaban solo dividendos en acciones, sin desembolso en efectivo ni opción. El exponente más destacable de dividendos periódicos en acciones, la North American Company, siguió este procedimiento pagando dividendos del 2,5% en acciones, trimestralmente, entre 1923 y 1933, y en ese último año el pago se redujo al 2% trimestral. (En 1935 la empresa renunció a la política de dividendos en acciones y volvió a la de dividendos en efectivo.)

Explicación de un rasgo de los dividendos periódicos en acciones.

Casi todas las prácticas financieras están expuestas al abuso, y el pago de dividendos periódicos en acciones no es una excepción. El aspecto discutible aquí es la determinación de una tasa de dividendo en acciones que supera en valor de mercado la cantidad de beneficios asignadas a superávit. Esta práctica provoca que la emisión parezca poco atractiva ante el comprador inteligente, que se engaña por el alto valor en efectivo de los actuales pagos en acciones. Es precisa cierta información privilegiada sobre los métodos de contabilidad corporativa para darse cuenta del significado real de tales pagos de dividendos en acciones.

Utilicemos el caso excepcional de la North American Company como ejemplo. Como ya hemos dicho, esta empresa pagó dividendos en acciones continuados sobre las acciones ordinarias a una tasa del 10% anual durante diez años. Durante la mayor parte de este periodo, el 10% de los dividendos en acciones representaba un pago de solo 1 dólar por acción, según consta en sus libros. Eso se debió al hecho de que, antes de 1927, el valor nominal de las acciones era de 10 dólares, y que, después de que las acciones se quedaran sin valor nominal, todavía se les asignaba un valor declarado de solo 1 dólar por acción. Sin embargo, desde el punto de vista del inversor, este estaba recibiendo dividendos que valían mucho más que 1 dólar por acción, porque el precio de mercado de las ordinarias de North American superaba en mucho su valor nominal o declarado.

Los datos se muestran en la tabla de la página siguiente.

Se puede constatar que, si observamos el tercer pago trimestral en 1931, la cantidad cargada contra los beneficios para el dividendo en acciones aumentaba de 1 a 1,468 dólares por acción anualmente. Eso se debió a una petición de la NYSE de que el cargo contra los beneficios o superávit obtenido que cubre los dividendos en acciones reflejara el interés de las nuevas acciones tanto en el superávit de capital como en el capital declarado. Sin embargo, incluso una vez hecho este cambio, siguió existiendo una amplia discrepancia entre la cantidad en la que se valoraban los dividendos en los libros y el valor que asignaba la Bolsa a dichos dividendos, y presumiblemente los accionistas, hasta que la cotización

sufrió posteriormente una fuerte caída.

Peligro de que se desarrolle un círculo vicioso. Un plan de este tipo tiene muchos números para convertirse en un círculo vicioso. Cuanto más alto sea el precio de mercado, mayor será el valor aparente de los dividendos en acciones, que a su vez parecerán justificar un precio de mercado todavía más alto. (Con un 10% de dividendos en acciones, el rendimiento de dividendo obviamente permanece en el 10%, por mucho que suba el precio de mercado.) Este resultado es engañoso y da un impulso pernicioso tanto a la especulación desenfrenada como a la inversión irracional. De hecho, es lo contrario a la práctica seguida hace muchos años por empresas como la American Can y la National Biscuit, cuando el precio de mercado se mantenía muy por debajo del valor real de las acciones con una política de dividendos inadecuadamente «conservadora». Es tan discutible, en realidad, seguir una política precisa para crear un precio de mercado superior como garantizarlo por los beneficios y otros factores de valor. Un precio tan injustificado debe tener necesariamente una duración limitada y es probable que, como resultado (como lo hace toda contabilidad inadecuada), dé una ventaja injusta a los iniciados sobre el público inversor.³¹⁷

³¹⁷La North American Company tiene una reputación excelente, y su política no tenía claramente un objetivo tan siniestro a la vista. La empresa hizo muchos esfuerzos por justificar sus pagos de dividendos en acciones mediante comunicaciones a sus accionistas. Sin embargo, sus argumentos se centraron en las ventajas de reinvertir los beneficios y en lo acertado de emitir acciones ordinarias adicionales para representar estos recursos adicionales. La discrepancia entre el valor declarado y el valor de mercado de estos dividendos en acciones, y las ideas falsas que podía suscitar, apenas se comentaron. Fue especialmente desafortunado que una empresa de tan alto nivel hubiera adoptado esta práctica tan dudosa, puesto que su ejemplo fue seguido y explotado demasiado rápidamente por otras empresas gestionadas con menores escrúpulos.

Año	Beneficio por acción*	Margen precio mercado	Valor dividendo en acciones 10%	
			Según libros empresa	Para los accionistas (valor medio de mercado)
1932	2,01 \$	43-14	1,47 \$	2,85 \$
1931	3,41	90-26	1,23†	5,80
1930	4,53	133-57	1,00	9,50
1929	5,03	187-67	1,00	12,70
1928	4,68	97-56	1,00	7,65
1927	4,06	65-46	1,00	5,55
1926	4,05	67-42	1,00	5,45
1925	3,74	75-41	1,00	5,80
1924	3,32	45-22	1,00	3,35
1923	3,59	24-18	1,00	2,10

* Basado en el promedio de acciones en circulación durante el año.

† Los primeros dos dividendos trimestrales en 1931 se declararon a 1 dólar y los dos últimos a 1 dólar para el capital social y 46,8 centavos para el superávit.

Desarrollo histórico. Desde el punto de vista histórico, resulta interesante observar que la North American Company empezó su política de dividendos en acciones más o menos al mismo tiempo que el primer protagonista de la idea decidía abandonarla. Este fue la American Light and Traction Company, que de 1910 a 1919 había pagado dividendos a la tasa anual de 10 dólares en efectivo y 10% en acciones. Durante 1916, cuando las acciones se vendieron a más o menos 400, los accionistas estaban recibiendo dividendos con un valor realizable de unos 50 dólares anuales, aunque las ganancias eran de solo unos 25 dólares por acción. Dicha política de dividendos podría ser permanentemente acertada solo si la empresa pudiera reinvertir en su negocio cantidades de beneficios siempre crecientes, sobre los cuales a su vez pudiera crecer un 20% anualmente. La ley de los rendimientos decrecientes (y el crecimiento voraz del interés compuesto) descartaría claramente esta posibilidad. En la crisis de 1920-1921, American Light and Traction vio la necesidad de reducir drásticamente su tasa de dividendo. La cotización en el mercado cayó por debajo de 80, una reducción pasmosa para unas acciones de inversión durante ese período. (El margen de precios de Atchison durante los años 1916-1921 estaba entre 109 y 76). En 1925, esta experiencia llevó al equipo directivo a renunciar a la idea de los dividendos periódicos en

acciones, en el mismo momento en que esta práctica empezaba a verse con buenos ojos entre otras empresas de suministros. El abandono de los dividendos en acciones por parte de North American Company es, después de diez años, un claro ejemplo del modo en que la historia financiera se repite.

Ejemplo de la dañina pirámide de los dividendos en acciones. Durante los años del *boom*, los dividendos en acciones periódicos se convirtieron en un medio especialmente dañino para convertir en piramidales los beneficios declarados. Una empresa explotadora pagaría dividendos en acciones con un valor de mercado superior a sus beneficios actuales y, a cambio, un fondo de inversión o *holding* declararía estos dividendos en acciones como ingreso en una cantidad igual al valor de mercado. Por ejemplo, Central States Electric Corporation —que es un gran titular de las acciones ordinarias de North American Company— declaró unos ingresos totales en 1928 (sin incluir los beneficios de la venta de títulos) de 7.188.178 dólares. De esta suma, 6.396.225 dólares estaban representados por acciones de North American recibidas durante el año y reflejadas en los libros del receptor al valor de mercado de North American inmediatamente después de la fecha de registro de cada dividendo trimestral. El precio medio de estos dividendos en acciones que se trasladaron a los libros como ingresos fue de 74 dólares por acción, o 7,4 dólares por el dividendo del 10%, en un año en el que North American ganó 4,68 dólares por acción sobre el promedio de acciones en circulación. No obstante, la Bolsa capitalizó estas ganancias artificiales de Central States Electric Corporation para llegar a su valoración de las acciones de esta empresa.³¹⁸

El precio de mercado de las acciones debe reconocerse mediante pagos de dividendos en acciones. La NYSE adoptó finalmente un nuevo requisito de cotización por el cual las corporaciones acceden a no reflejaren sus cuentas de ingresos los dividendos recibidos en forma de acciones a una cotización mayor que la cantidad a la cual tales dividendos en acciones fueron cargados «contra los beneficios, el superávit obtenido o los beneficios no repartidos por la empresa emisora en relación a los mismos».

Si bien esta regulación se concibió correctamente, no solucionaba el fondo del problema. Los abusos del sistema de dividendos periódicos en acciones pueden evitarse eficazmente con la simple norma de que los dividendos en acciones a precio de mercado no deben superar los

³¹⁸ Middle West Utilities siguió una práctica similar entre 1928 y abril de 1932 con respecto a los dividendos en acciones recibidos tanto de las subsidiarias como de otras empresas. Los receptores, posteriormente, liquidaron el superávit corporativo para corregir la sobrevaloración de estos dividendos en acciones recibidos de las subsidiarias.

beneficios disponibles para el dividendo. Las declaraciones bien pueden hacerse de la siguiente forma: «Se declara un dividendo en acciones del 5%. El valor de mercado del mismo es de aproximadamente 6 dólares por acción, y representa la capitalización de 7 dólares por acción retenidos en el negocio de los beneficios actuales de 10 dólares por acción».

Ventajas de los dividendos en acciones pagables en acciones preferentes.

Los dividendos pueden pagarse en acciones preferentes en vez de acciones ordinarias. El ejemplo más importante de este método es el de General Electric Company que, entre 1922 y 1925, distribuyó dividendos extra del 5% anualmente, además de un pago regular de 8 dólares en efectivo. Estos dividendos extra se pagaron en un 6% de acciones especiales, con un valor nominal de 10 dólares, lo que en realidad equivalía a unas acciones preferentes. Un procedimiento similar fue seguido por \$. H. Kress Company y por Hartman Corporation. La ventaja teórica de este método es que la cantidad del dividendo pagado queda claramente fijada en el valor nominal efectivo³¹⁹ o en las acciones preferentes emitidas, obviando así la complicación presentada por las diferencias entre valor declarado y valor de mercado. Cuando la empresa no tiene productos financieros sénior, o solo una pequeña cantidad, la emisión de acciones preferentes para representar los beneficios reinvertidos no debilitará la estructura de capital.

En 1934, General Electric determinó que su posición de capital circulante era tan desahogada como para permitir la retirada de toda la emisión de acciones especiales, que fueron amortizadas consiguientemente en abril de 1935. Podría decirse que eso representaba el plan ideal desde el punto de vista del accionista al tratarse de beneficios no distribuidos. Los dos pasos implicados son los siguientes:

1. En años de prosperidad, los beneficios se retienen para apoyar la expansión o ampliar el capital circulante, pero los accionistas reciben periódicamente acciones preferentes en representación de esos beneficios.
2. Si posteriores desarrollos del negocio indican que el capital adicional ya no es necesario, se paga a los accionistas con la liquidación de sus

³¹⁹ Si el pago se hace en acciones preferentes convertibles, el peligro de una sobretasación, obviamente, no se elimina del todo. Por ejemplo, Columbia Gas and Electric Corporation pagó durante 1932 1,25 dólares a los accionistas ordinarios a un ratio de 1 acción preferente por 5 acciones de ordinarias. Las acciones preferentes se vendieron hasta a 108 durante 1932 y 138 en 1933, o a equivalentes considerablemente por encima de los beneficios de la empresa sobre sus acciones ordinarias durante esos años.

acciones preferentes.

Resumen de lo anterior. Nuestra concepción de las políticas de dividendo adecuadas, explicadas extensamente en este capítulo y el anterior, podrían resumirse con las tres afirmaciones siguientes:³²⁰

1. La retención y reinversión de una parte considerable de las ganancias ha de justificarse ante los accionistas según las ventajas concretas para estos derivadas del valor añadido de la liquidez en caso de pagárselos. Tal retención deberá estar aprobada específicamente por los accionistas.
2. Si la retención de beneficios es un tema de necesidad, más que una opción, habrá que advertir a los accionistas de ello. Del mismo modo, las cantidades implicadas han de declararse como «reservas» y no como «beneficios de superávit».
3. Las ganancias retenidas voluntariamente en el negocio han de capitalizarse en buena medida con la emisión periódica de acciones adicionales, con un valor de mercado corriente no superior a tales ganancias reinvertidas. Si posteriormente el capital adicional ya no es necesario para el negocio, deberá distribuirse a los accionistas contra la retirada de las acciones anteriormente emitidas para representarlo.

³²⁰ Para algunos aspectos legales interesantes del poder de declarar o retener dividendos, véase A. A. Berle y G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, pp. 260-263, Nueva York, 1932.

Quinta parte

Análisis de la cuenta de resultados. El factor beneficios en la valoración de las acciones ordinarias

Introducción a la quinta parte,
por Glenn H. Greenberg

En busca de la inversión racional

Tengo que confesar algo: no llegué a leer *Security Analysis* mientras estudiaba en la Escuela de Negocios de Columbia. Ni siquiera llegué a apuntarme a un curso de análisis de valores. En vez de ello, una mano invisible me guió hacia el estudio de acciones y, más tarde, a la gestión de inversiones, en el que he estado trabajando durante los últimos treinta y tres años. No fue hasta la mitad de mi carrera profesional en inversiones cuando decidí que ya era hora de leer a Graham y Dodd y comprobar a qué se debía tanta agitación. Las primeras trescientas páginas trataban sobre valores de renta fija, que en pocas ocasiones he tenido en mi poder y que eran de poco interés para mí. La sección sobre valores de renta variable parecía anticuada: temas tales como determinar la escala de rendimiento de los ciclos industriales y la depreciación adecuada de los equipos y planta de una empresa de servicio público evocaban imágenes con tinte anticuado de épocas pasadas. Yo era el responsable de mi propio negocio de inversiones y estaba necesitado de ideas sobre inversión urgentes. ¿Podría este libro ayudarme a encontrar mi próximo éxito? Pensé que era poco probable. Así que imaginen ustedes mi reacción cuando, años más tarde, un editor de McGraw-Hill me llamó para pedirme que escribiera esta introducción. Después de un silencio muy largo, le pedí que me enviara una copia.

El releer a Graham y Dodd me pareció como si leyese los consejos de Polo- nio a su hijo, en *Hamlet*, cuando se marcha para continuar con sus estudios en el extranjero («no prestes ni pidas prestado» y «sé sincero contigo mismo»). Sí, los consejos eran sensatos, pero parecían tan obvios... En la Quinta Parte, los autores nos recomiendan no hacer demasiado hincapié en las ganancias a corto plazo y se nos advierte que no confiemos en el *management* sin escrúpulos. Nos alertan de la manipulación de los estados financieros y nos instan a que apreciemos los aspectos cualitativos de un negocio en el que invertamos. Nos trazan una línea clara que separa la especulación de la inversión. Tratan temas como

el nivel adecuado de deuda en la estructura financiera, cómo considerar las inversiones basadas en mercaderías, y el carácter maníaco-depresivo de los mercados, si bien estas ideas nos resultan familiares porque aparecen entretejidas en un buen número de cartas anuales de Warren Buffett y han sido citadas por otros grandes inversores que atribuyen a Graham y Dodd parte de su éxito en las inversiones. Tal y como se puede observar por el título de esta Quinta Parte, Graham y Dodd presentan un análisis y un estudio detallados sobre las cuentas de resultados, pese a que sean los preceptos sobre inversión más generales los que otros y yo valoramos. Se trata de un trabajo extraordinario porque fue escrito durante unas circunstancias de excepcional depresión, en 1934, cuando en la nación había un 25% de población desempleada y la mayoría de los negocios luchaban por sobrevivir. Aun así, Graham y Dodd fueron capaces de codificar los principios que han inspirado a los grandes inversores a lo largo de setenta y cinco años de extraordinaria prosperidad. Sus percepciones siguen siendo igual de aplicables hoy en día que antaño.

El objetivo de la Quinta Parte es el de profundizar en el análisis de las cuentas de resultados para valorar el potencial de rentabilidad del negocio y, de ese modo, determinar si las acciones están infravaloradas. No existe una fórmula mágica para esta tarea: el futuro puede parecerse al pasado, ¡o puede que no! Prácticamente, esas páginas constituyen un útil análisis de las finanzas de la empresa y exponen unas ideas muy claras acerca de una gran variedad de sectores. El análisis financiero, no la carta del consejero delegado, es clave para evaluar un negocio. Hay una ausencia absoluta de términos como «historia», «concepto», «paradigma», o «tendencia» para justificar una inversión. Todos queremos comprar a un precio bajo y vender a un precio alto, pero en primer lugar debemos aumentar nuestra confianza en la sostenibilidad de un negocio para llegar a un juicio sensato acerca de lo que significa «precio bajo» y «precio alto».

Estimar los beneficios futuros medios no es fácil. En la década de 1930, existía una enorme volatilidad en los beneficios debido al apalancamiento operativo inherente a los negocios de fabricación y recursos. El desafío a la hora de determinar el potencial de rentabilidad en la economía más estable de hoy en día es diferente aunque no de menores proporciones. Hay competidores a nivel mundial y nuevas y perturbadoras tecnologías. Las empresas financieras han desarrollado nuevos y extraordinarios productos, que han sido rentables hasta la fecha pero que ahora deben ponerse a prueba. Las empresas de tecnología deben reinventarse a sí mismas constantemente. Incluso los negocios más estables pueden sorprendernos. Recuerdo la visita a la empresa de Coca-Cola a finales de 1993. En general, estaba considerada la mejor empresa del mundo debido a su poder de fijación de precios y a las infinitas oportunidades de

crecimiento internacional. Con un valor de empresa de 18 veces las ganancias, era una ganga, ya que las ganancias podían aumentar más del 15% anualmente durante un período de tiempo prolongado. Nunca se le pasó por la imaginación a nadie que esta increíble franquicia fuera a tener unas ganancias sin variaciones de 1996 hasta el 2002.

Cómo invertimos

En mi empresa, Chieftain Capital Management, evaluamos una oportunidad de inversión basándonos en la previsibilidad del negocio y un cálculo objetivo de su tasa de rendimiento esperada. Leemos todos los archivos públicos de una empresa, analizamos su sector y estudiamos a sus competidores (lo ideal es que no haya muchos), hablamos con su equipo de directivos y con los expertos del sector, y recopilamos otros datos relevantes que podamos encontrar, extrayendo de todo ello un análisis histórico del rendimiento del negocio. Las preguntas obvias que surgen: ¿pueden los márgenes seguir aumentando?, ¿requiere el negocio cada vez más inversión de capital?, ¿por qué se están reduciendo las ventas? etcétera. Este análisis se convierte en la base para conversaciones adicionales con la dirección y a la larga para nuestros pronósticos sobre resultados futuros.

Hoy en día, nosotros y otros inversores tendemos a centrarnos en el *cash flow* (flujo de caja) tras los gastos de capital (flujo de caja de libre disposición), en lugar de los beneficios, para evaluar los méritos de las inversiones de un negocio. Una ventaja de este planteamiento es que ayuda a atajar muchas jugadas que la dirección puede realizar a la hora de dar parte de los beneficios. Además, las ganancias pocas veces son sinónimo de *cash* (efectivo) disponible para los accionistas, y es esto último lo que debería importar a los inversores. Siempre me ha parecido curioso que las primeras preguntas que hace un inversor privado son: ¿cuánto dinero debo aportar?, ¿cuánto dinero obtendré a cambio? y ¿con qué rapidez? ¿Por qué deberían los inversores en acciones que cotizan en Bolsa hacer preguntas diferentes?

Por último, calculamos la tasa de rendimiento que estimamos que el negocio va a generar, a perpetuidad, teniendo en cuenta las inversiones que la empresa necesita hacer para continuar su crecimiento. Generalmente, nosotros no compraremos una acción a no ser que tenga un precio fijado de modo que nos dé, al menos, una tasa de rendimiento del 15%. Obviamente, hay muchos criterios implicados a la hora de determinar una tasa tan compleja como esta, y deben pulirse para que reflejen la calidad del negocio y los rendimientos esperados de oportunidades de inversión alternativas. En 1974 nuestros obstáculos en

las inversiones habrían sido mucho mayores —quizá del 25%— porque había muchísimas acciones infravaloradas que elegir y los tipos de interés eran mayores. Insistiendo en una tasa de rendimiento muy alta, en comparación con el elevado rendimiento de un solo dígito que calculamos que va a ofrecer el mercado más amplio, nos damos un margen de error significativo. Nuestro objetivo es el de poner el listón muy alto sabiendo que habrá pocas ocasiones en las que podremos encontrar un gran negocio que venda a un precio que nos dará una gran tasa de rendimiento. Pocas veces encontramos una acción que cumpla estos criterios, de modo que, cuando lo hacemos, forjamos posiciones largas: nunca menos del 5% de nuestros activos y a menudo tanto como el 25%. Vendemos una acción cuando el rendimiento de nuestro modelo desciende al 10%, incluso si nuestra alternativa puede ser una ganancia de *cash* (efectivo) de menos del 5%. En todo momento somos conscientes de que nuestro enfoque es tan bueno como nuestras asunciones acerca del futuro, y que los cambios pequeños en nuestras asunciones, tales como por ejemplo la tasa de crecimiento de los *cashflows* (flujos de caja) a largo plazo, pueden alterar de manera espectacular los rendimientos futuros.

Un aspecto que nos recordó recientemente la importancia de las asunciones es una adquisición que hicimos a principios de 2007 de Ryanair, la mayor aerolínea a nivel mundial tal y como lo han evaluado los pasajeros. La compañía irlandesa cuenta con los billetes más baratos dentro del negocio de los vuelos de corto recorrido en los mercados europeos a los que da servicio. En diez años ha multiplicado sus pasajeros por 10 y, aun así, solamente supone un 7% de la cuota del mercado. El año pasado, el precio medio de un billete suyo era de 44 euros, en comparación con los 66 euros de easyJet, los 91 euros de Aer Lingus, y los más de 100 euros de todas las compañías aéreas nacionales. Aun así, Ryanair ha ganado una media del 20% del margen neto a lo largo de la última década con respecto a los bajos porcentajes de un solo dígito de sus rivales. Pagamos 16 veces los cálculos de las ganancias del ejercicio actual y consideramos que este precio estaba justificado por las enormes ventajas de costes y posibilidades de crecimiento de Ryanair. Entonces, el precio del petróleo se duplicó de nuevo. Las acciones descendieron un 30% desde nuestra inversión inicial, y las perspectivas en cuanto a los beneficios futuros se eclipsaron.

De todos modos, la franquicia del negocio está intacta. No ha ocurrido nada que nos haga pensar que el valor a largo plazo de nuestra inversión haya disminuido. De hecho, durante este período de adversidad, se espera que otras líneas aéreas de bajo coste dejen de operar. Las entidades crediticias es probable que se muestren prudentes a la hora de financiar a posibles compañías aéreas nuevas, y los consumidores puede que quieran

cambiar a una categoría menor para beneficiarse de las ventajas de los billetes baratos de Ryanair. A lo largo del tiempo, una compañía con este tipo de ventaja de costes debe captar cuota del mercado y obtener rendimientos atractivos.

El proceso que acabo de describir es nuestro intento por cubrir las bases esbozadas por los autores de *Security Analysis*. Para Graham y Dodd, el primer paso es un exhaustivo análisis cuantitativo con especial atención a la identificación de ganancias reales y no contables. La contabilidad siempre ha proporcionado al *management* oportunidades para falsear los resultados. En 1934, las empresas llevaban los beneficios extraordinarios a la cuenta de resultados y estiraban la tabla de depreciación para que las ganancias parecieran mejores de lo que eran. Los directores solían cargar ciertas pérdidas directamente a los fondos propios, evitando incidir en (e inflando) los ingresos netos en el proceso. Además de los beneficios, Graham y Dodd también estaban muy en sintonía con la importancia de flujos de caja libres, como puede observarse en sus deliberaciones sobre la Canalización de Eureka (capítulo 36). Del mismo modo que Graham y Dodd yuxtaponen, de forma ilustrativa, las perspectivas del empresario y del inversor, mis socios y yo nos hacemos con frecuencia la siguiente pregunta: si este fuera un negocio no cotizado, ¿cómo mediríamos su valor?

Desafíos contables

Hoy en día, los desafíos contables para el inversor son muchísimo más difíciles. El Comité para la Normalización de la Contabilidad Financiera (FASB) ha emitido un gran número de requisitos contables que enredan las cosas. Por ejemplo, aunque yo ciertamente me opongo al otorgamiento excesivo de opciones sobre acciones a directivos y a los empleados, existen numerosas dificultades en explicarlo como gasto corriente tal y como recomienda el reciente planteamiento 123R del FASB. Para empezar, las opciones sobre acciones son una obligación no monetaria y no tienen por qué costar nada al accionista, pero en virtud del 123R incluso una opción sumamente fuera de dinero aún dará como resultado un gasto años después de que se otorgue a un empleado. En segundo lugar, las opciones sobre acciones ya aparecen reflejadas en la disminuida base de acciones utilizada para calcular las cifras del beneficio por acción (EPS) en las que se centran la mayoría de los inversores; al cargar aún más los ingresos netos con un gasto por las opciones, el EPS disminuido en virtud de la normativa contable actual refleja claramente un recuento doble. Por último, la valoración de las opciones requiere numerosas asunciones y, por consiguiente, abre la puerta a la manipulación. Por cierto, este enfoque

para contabilizar las opciones sobre acciones era incluso más extraño: las opciones otorgadas con un precio de ejercicio igual al precio del mercado no tenían ningún impacto de gastos, pero aquellas otorgadas por debajo del valor del mercado, en algunos casos, podían dar como resultado un gasto cada año que, a partir de entonces, iría aumentando la acción subyacente. Se puede encontrar una confusión parecida en el enfoque del FASB para explicar los derivados, las estrategias de cobertura, las pensiones, los arrendamientos, y el reconocimiento de beneficios de intereses devengados, por nombrar algunos. Ahora las compañías pueden incluso registrar un beneficio si su deuda se devalúa. Algunas veces las reglas contables parecen estar diseñadas para alejarnos *muchísimo* de la realidad económica, y algunos directivos se muestran bastante dispuestos a que los inversores emprendan ese viaje.

Habiendo analizado el registro histórico, el segundo y aún mayor desafío es el de determinar «la utilidad de este registro pasado como una indicación de futuras ganancias». Graham y Dodd lo llaman un «estudio cualitativo de la empresa». ¿Es el futuro del negocio lo suficientemente previsible como para permitir una inversión a largo plazo? ¿Está el negocio creciendo tan rápidamente como para atraer a numerosos competidores? ¿Está sujeto a verse debilitado por una nueva tecnología o los gustos cambiantes de los consumidores? ¿Será aplastado por las importaciones o Wal-Mart o por un modelo comercial habilitado por Internet? En otras palabras, ¿cómo son de previsibles los *cashflow* (flujos de caja) futuros? Y, ¿qué pensamos acerca de la cultura corporativa y el liderazgo de la dirección? ¿Se puede confiar en que sean hábiles, racionales y tengan motivación como para maximizar el valor de nuestra inversión? ¿O le dan importancia a diferentes asuntos? ¿Seguirá la dirección *por sí misma* los principios de Graham y Dodd a la hora de invertir el dinero de los accionistas?

¿A quién pertenece la empresa?

Este último punto es particularmente importante. A menudo los directores se confunden y piensan que la empresa es suya, porque pueden dirigirla para satisfacer sus necesidades personales, y pocos de esos directivos reconocerían que este es su caso. Invertimos mucho tiempo en llegar a conocer a los administradores de las compañías en las que invertimos para determinar sus prioridades personales. Las pequeñas observaciones pueden proporcionar a veces una pista. Un consejero delegado que no responde a preguntas difíciles es una señal de advertencia. Un consejero delegado muy bronceado y que lleva un montón de joyas de oro es muy probable que no sea alguien en el que pensemos

que podemos confiar.

Aún peor es un consejero delegado que infravalora sus acciones ofreciéndolas a cambio de participaciones de una empresa con perspectivas comerciales menos atractivas que las suyas propias. Esto ocurrió en el 2004 cuando Brian Roberts, consejero delegado de Comcast, hizo una sorprendente oferta para adquirir Disney en un acuerdo en el que entraban todas las acciones, lo que habría rebajado enormemente los flujos de caja libres disponibles y habría cambiado radicalmente la naturaleza de la compañía. Esta frase es muy confusa. Evidentemente, el objetivo de la directiva era el de construir un imperio y hacer de él un icono americano en vez de forjar el valor de su propio negocio, basándose en cada participación, para los inversores. Al conocer la oferta, vendimos una gran parte de nuestras participaciones en Comcast. Preocupados por el debilitamiento del valor de la empresa, otros hicieron lo mismo, provocando que el precio de las acciones cayera más del 20%. Roberts, posteriormente, retiró la oferta a Disney dado que él ya no contaba con unas acciones lo suficientemente valiosas con las que hacer la adquisición.

Igualmente, puede resultar descorazonador tratar el concepto de recompra de acciones con algunos directivos. Si les preguntáramos si el rendimiento en *cash* (efectivo) de un proyecto de inversión es tan bueno como el rendimiento de volver a comprar las acciones propias, ellos nos mirarían como si estuviéramos hablando en otro idioma.

Esta valoración cualitativa permite que el inversor sagaz perciba los negocios que pueden ser verdaderamente *buenos*. Hoy en día, pocos inversores en activo vivieron, como hice yo, el mercado bajista de 1973 a 1974 o el crac de 1987, cuando el mercado perdió el 30 de su valor en pocos días. Mientras observaba los desastres que me rodeaban, me prometí a mí mismo que evitaría cualquier acción durante otro crac como el de 1987. La razón es sencilla: el período que sigue a una quiebra comporta que mucha riqueza se haya desvanecido y la confianza se está yendo al garete. Hay rumores circulando, y muchos puede que sean verdad. Sin confianza en la resistencia de un negocio, la tendencia es la de seguir a la multitud y vender. Muchos de ios que venden se quedan tan traumatizados que temen volver a comprar hasta que no se haya producido una recuperación. Comerciar con los sentimientos no es casi nunca lo correcto, especialmente para aquellos inversores que han hecho sus deberes con esmero. Por supuesto, un buen negocio puede atravesar una mala racha, pero no es inusual que dicho negocio vuelva a afianzarse. Algunas veces, grandes declives de acciones se producen sin motivo aparente.

Recuerdo que poco después de hacer una nueva inversión en LabCorp,

en agosto del 2002, la empresa informó de beneficios trimestrales que estaban un 6% por debajo de los cálculos de Wall Street. Las acciones, por las que habíamos pagado 34 dólares, o 12 veces el fondo de caja libre del año siguiente, cayeron hasta alcanzar los 18 dólares en octubre del 2002. Desde luego, estábamos horrorizados ante la repentina pérdida, pero después de revisar nuestro estudio y confirmar nuestra comprensión de las características favorables del negocio, triplicamos nuestra posición en lo que demostraron ser precios de ocasión. A 18 dólares, el comercio de las acciones suponía menos de 7 veces los flujos de caja libres esperados.

LabCorp cumplía todas nuestras expectativas como un negocio destacado. Era muy rentable y tenía unas necesidades de capital bajas. El sector se había consolidado, y el número de competidores nacionales pasó de siete a dos con solo una moderada coincidencia regional, LabCorp era uno de ellos. Y lo que aún es más importante, era difícil meterse en el negocio debido al sistema de pago médico a terceros que tenemos en nuestro país. Un nuevo inversor tendría problemas para conseguir que le reembolsaran las compañías de seguros de salud, que quieren hacer negocio solo con los laboratorios de menores costes. LabCorp ha continuado prosperando debido, en parte, al envejecimiento de la población, y está ahora a punto de beneficiarse debido a los nuevos análisis de sangre que permiten la detección temprana del cáncer, tal como es el caso de los que se realizan para detectar el cáncer de ovarios. Todo esto lleva a la pregunta de por qué cayó en picado el valor de LabCorp en otoño del 2002. ¿Quién sabe? Pero solamente a través de un estudio exhaustivo puede alguien desarrollar la confianza para aprovechar las ventajas de dicha ganga.

Tras completar los análisis cuantitativos y cualitativos, Graham y Dodd tratan el tema de la valoración. Hacen hincapié en la importancia de observar las ganancias *medias*, para que un ejercicio reciente de rendimiento anómalo no lleve a engaño, y en aplicar un múltiplo de valoración conservadora a dichas ganancias. Los autores admiten que el dinero puede obtenerse comprando una acción con un múltiplo elevado de la relación entre el precio y los beneficios (P/E) pero que dicha inversión debe considerarse «especulativa», un juego de azar no muy diferente de una apuesta sobre el futuro de una mercadería o de una tirada de dados. Una especulación satisfactoria se debe simplemente a la suerte, y pocos inversores tienen suerte durante mucho tiempo. Probablemente, el principio más importante de este libro es que la inversión en acciones es un negocio arriesgado. El futuro es incognoscible. No solamente las ganancias están sujetas a muchas incertidumbres, sino que los múltiplos de P/E pueden cambiar drásticamente basándose en factores incontrolables

como, por ejemplo, los tipos de interés, la opinión del inversor, o las acciones gubernamentales. La inversión extranjera puede ser particularmente especulativa. Aunque el crecimiento en los países en vías de desarrollo es mayor que en el nuestro, existen imponderables graves: ¿cambiarán las regulaciones de tal manera que perjudiquen al inversor extranjero?, ¿qué posibilidades hay de que el negocio sea nacionalizado?, ¿se cumplirá un contrato realizado con un gobierno extranjero? Y existen más riesgos triviales tales como, por ejemplo, las fluctuaciones de divisas, la precisión de las prácticas contables locales, y la corrupción de los directivos.

Un desafío de enormes proporciones

Si se lee y respeta tantísimo a Graham y Dodd, ¿por qué hay tan pocos practicantes disciplinados de sus consejos? Creo que la respuesta está en tres rasgos humanos: la aversión al aburrimiento, una tendencia a que los sentimientos aplasten a la razón, y la avaricia. Un estudio exhaustivo lleva su tiempo, y rara vez da como resultado un caso claro de compra de una gran posición. Resulta tedioso revisar empresa tras empresa, solo para descubrir que la mayoría no son ni realmente especiales ni están enormemente infravaloradas. Es igualmente tedioso tener acciones de una buena compañía durante un período prolongado. Incluso si la inversión va bien, la mayor parte del tiempo parece que las acciones estén flotando o incluso que disminuyen su valor. Parte del problema está en que el valor del negocio se cotiza seis horas y media al día, cinco días a la semana, cincuenta y dos semanas al año, y la liquidez del mercado nos tienta a comerciar de una acción a otra.

El segundo desafío para la inversión racional es el de mantener las propias convicciones lógicas ante un exceso de pesimismo o euforia, tal y como se refleja en los precios de las acciones. Dudo de que muchos propietarios de empresas no cotizadas estén preocupados por el valor de su negocio a corto plazo, una diferencia con los mercados financieros, en los que el precio en alza de una acción nos hace sentirnos inteligentes y uno a la baja hace que nos sintamos tontos. En mi oficina, cuando uno de nuestros negocios lucha por mantenerse a flote y las acciones están sufriendo una fuerte caída, mis socios y yo comenzamos a dudar de la base razonada por la que hicimos la inversión. Las dudas sobre nosotros mismos y nuestro temor al fracaso nos hacen vislumbrar una catástrofe allí en donde una vez previmos una oportunidad. O si usted prefiere la versión resumida de Graham y Dodd: «Obviamente, se requiere fortaleza de carácter para pensar y actuar de modo opuesto a lo que hace la mayoría, y también paciencia para esperar las oportunidades que pueden presentarse

cada *tantos* años.»

El tercer factor, la avaricia, siempre ha distorsionado el comportamiento de los inversores, pero, hoy en día, está especialmente presente en los mercados dada la proliferación de los fondos de cobertura. Los inversores van pasando de un fondo a otro, intentando aprender de los últimos gestores expertos. Las altas comisiones animan a estos gestores a perseguir las estrategias de comercio de «hacerse rico rápidamente». Cuanto más dinero hacen, más dinero atraen, y los inversores se convencen ante la promesa de unos rendimientos altos no sostenibles. Un ciclo se genera a medida que los inversores en fondos de cobertura mueven rápidamente su dinero de un fondo a otro, y los gestores de fondos de cobertura intentan hacer lo imposible todos los meses. En una ocasión asistí al Open de Estados Unidos y me senté cerca de dos gestores de fondos de cobertura que no conocía. Estuvieron hablando de trabajo durante el partido y, para mi sorpresa, su conversación se centró exclusivamente en los activos que se gestionaban y las comisiones. Estuve esperando a que mencionaran una idea de inversión, pero no ocurrió.

Hoy en día, la gente se centra en puntos de datos aislados, en los últimos movimientos del panorama comercial o en la opinión que otros han expresado en el informe del estudio más reciente. Con tanta información disponible, hay una cierta tendencia a actuar demasiado rápido y a comprar y vender apresuradamente, así como a sustituir el arduo trabajo, necesario para llegar a las propias conclusiones, por los puntos de vista de otros. Quizá esta es la razón por la que tantos inversores en el mercado se consideran solo simples «comerciantes» y «especuladores» que no temen utilizar la deuda para acelerar los rendimientos. Su método requiere operaciones comerciales frecuentes y rentables, *después de* los costes de la transacción, e incurre en impuestos mucho mayores de los que paga el inversor a largo plazo. También pagan un gran precio en términos de desgaste emocional. Es fácil irse de vacaciones o disfrutar de la familia si se poseen grandes negocios, y es imposible si se está siguiendo la pista de una multitud de posiciones comerciales para averiguar cuál de ellas es poco convincente. Lo que resulta más importante, un enfoque apalancado de fácil movimiento, es probable que fracase de forma espectacular en algún momento de la vida, lo que supone un riesgo inadmisibles para aquellos que, como nosotros, invertimos nuestro propio dinero junto con el de nuestros clientes.

Pocos inversores, estos días, parecen tomarse el tiempo necesario para comprender realmente la calidad y motivación de los directivos. Este libro hace hincapié en la importancia de la honradez intelectual e inquebrantable por parte de un inversor mientras está preparando un análisis, parecida a la integridad similar del directivo de una empresa en la

que el inversor invierte el capital de los clientes. Los directores hábiles, que siempre tienen un plan comercial infalible y desestiman todos los errores del pasado diciendo que son anomalías no recurrentes, harán todo lo que esté en su mano para impedir que miremos detrás en la trastienda para ver las verdaderas perspectivas del negocio.

Un tema recurrente de *Security Analysis* es la importancia de reunir tanta información como sea posible para después formar opiniones con la posibilidad de que sean completamente erróneas. No existen maneras infalibles para escoger acciones. Se reconoce que incluso el análisis más exhaustivo puede no traer el éxito en las inversiones. Graham y Dodd no hacen que el análisis de valores parezca sencillo ni que sea una garantía para obtener beneficios. Durante mi primera lectura del libro, hace muchos años, me hubiera gustado asimilar el prólogo de la primera edición: «Estamos interesados principalmente en los conceptos, los métodos, las normas, los principios y, sobre todo, el *razonamiento lógico*.» Los autores no estaban intentando escribir «Inversiones para Dummies» ni una crónica de consejos sobre acciones. Lo que pretendían era ayudar al inversor serio a desarrollar un planteamiento de éxito para la creación de riqueza a largo plazo «que soportará la prueba del siempre enigmático futuro». He llegado a pensar que puede que sea necesaria un poco de experiencia por parte del lector para poder apreciar el poder de este libro para que continúe siendo importante. Quizá esta sabiduría, como pasa con la juventud, se desperdicia por parte de los jóvenes.

Otro elemento fascinante de la Quinta Parte es el debate sobre la estructura óptima de la estructura financiera, porque apela al actual frenesí de los medios sobre los inversores en empresas no cotizadas. Algo frecuente en la década de los años ochenta y de manera más espectacular en la actualidad, los grupos de inversión han aplicado el apalancamiento financiero para aumentar los rendimientos por acciones al salir las empresas de Bolsa. El libro hace referencia a dichos inversores apalancados de opciones y participaciones al indicar que tienen una situación en la que «gano yo o pierdes tú». Esto parece particularmente acertado en el caso de los socios colectivos de las empresas no cotizadas de hoy en día. Desde luego, un gran apalancamiento puede llevar a rendimientos cuantiosos, pero es otra forma de especulación, muy parecida a la de comprar acciones a un ratio muy elevado de P/E.

Me atrevería a imaginar de qué manera Graham y Dodd analizarían los probables resultados de inversión para aquellos socios comanditarios que actualmente están destinando grandes cantidades de dinero a los «megafondos» de inversión en empresas no cotizadas. Los primeros inversores institucionales en fondos inversión en empresas no cotizadas marcaron el sendero alternativo de la inversión hace ya veinte años. Ahora

que el éxito y el enfoque sobre inversiones de Yale son tan célebres, los gestores de fondos de seguro mixto y de jubilación estatales quieren unirse a una fiesta que está a punto de acabarse. Los precios de compra de empresas nunca habían sido tan elevados, los voraces compradores financieros pujan con frecuencia más que los compradores estratégicos, y quedan pocas oportunidades para la mejora operativa. Los rendimientos esperados a corto plazo, en definitiva, se promueven casi exclusivamente para potenciar al máximo el apalancamiento financiero. Si se compran empresas con un precio y apalancamiento financiero así para garantizar la calma, un aumento generalizado de los tipos de interés o una disminución del volumen de los negocios podría resultar desastroso. Se podría acabar fácilmente con el patrimonio neto de estas transacciones, es decir, el capital de los socios comanditarios. Uno se pregunta si los administradores de capital que invierten dinero en empresas no cotizadas, hoy en día, tienen idea de los riesgos que están asumiendo como fiduciarios. Curiosamente, las propias empresas no cotizadas salen a Bolsa con unas valoraciones generosas a pesar de que tienen poco capital estable, que es la parte vital de sus negocios. ¿Qué pasa si sus socios comanditarios no están satisfechos con los resultados y no vuelven a aumentarlos? ¿Cuál es el P/E correcto para un modelo comercial que afronta tal riesgo de destrucción? La inversión en este tipo de compañías parecería la mismísima encarnación del término «especulación».

Del mismo modo, ¿qué pensarían Graham y Dodd de las obligaciones de deudas con garantía multilateral de hoy en día que se han comprado, no basándose en las diligencias debidas sino en el tampón AAA de una agencia de calificación crediticia? ¿O de las entidades crediticias apresurándose por obtener préstamos de reducidas garantías y «pago en especies» utilizados en las estructuras financieras apalancadas al 90%? ¿Del apetito institucional por los fondos de cobertura y las comisiones de «2 más 20»? ¿De las tesis sobre inversiones forjadas alrededor de valoraciones en constante aumento y una «liquidez global» continuada? No hay necesidad de darle vueltas. *Security Analysis*, oportuno como siempre, tiene mucho que decir sobre el exceso especulativo.

Sí, hemos oído este discurso antes: el mercado de acciones es una máquina que cuenta votos, no una báscula. Los precios futuros quedan fuera del campo de las predicciones sólidas. Incluso las mejores compañías pueden ser especulaciones con el precio erróneo. Se debe comprender la naturaleza de un negocio para evaluar la permanencia inherente del potencial de rentabilidad. Aunque es sencillo de decir, es difícil en realidad «comprar a precio bajo y vender a precio alto» porque la naturaleza humana nos programa para consolarnos con la compañía de los demás. Hay una distinción entre la inversión y la especulación. Nunca

invierta con un director sin escrúpulos. Se deben comprender las ganancias en ausencia de partidas extraordinarias. La deuda en la estructura financiera aumenta los rendimientos, pero hay límites. El mercado dispara primero y pregunta después.

Si todo parece obvio, como el discurso de Polonio, es porque dicha sabiduría ha resistido el paso del tiempo y ha entrado a formar parte de nuestro léxico como inversores. Aún así, pocas personas se esfuerzan por predicar con el ejemplo estudiando los negocios detenidamente, pasando docenas de ellos por la criba para poder encontrar aquellos dignos de su capital. Poca gente está dispuesta a concentrar sus inversiones en un pequeño número de negocios que conocen a fondo y creen que aumentarán su valor neto a un tipo atractivo a largo plazo. Muchos días este trabajo es verdaderamente aburrido. Otros días (y a veces durante meses) el mercado ignora por completo su puñado de preciosas acciones. Una cartera de negocios de confianza y previsible no le convertirá en la persona más fascinante del cóctel, ni le dará material significativo para una campaña de promoción de ventas. He acabado por creer que la búsqueda de la inversión racional es atractiva solo para unos cuantos como nosotros, pero al menos dormimos bien por la noche y vivimos bien de día y nuestros clientes también.

Capítulo 31

Análisis de la cuenta de resultados

Del histórico debate sobre la teoría de la inversión en acciones ordinarias, puede deducirse un cambio de rumbo que ha pasado de analizar la importancia del valor neto de una empresa (su patrimonio neto) al análisis de su potencial de rentabilidad. Pese a que hay razones fundadas y de peso que sustentan esta evolución, esta es una de las causantes de que se haya eliminado buena parte del suelo firme sobre el que antes se asentaba, o parecía asentarse, el análisis financiero, así como de que este haya estado sujeto a múltiples riesgos añadidos. Anteriormente, un inversor era capaz de asumir el mismo criterio a la hora de valorar acciones que a la hora de valorar su propio negocio, ya que estaba manejando ideas propias, que eran el resultado tanto de su experiencia individual como de su criterio experto.

.Con la información suficiente, es probable que no se equivocara demasiado, salvo quizá en la estimación de la capacidad de generar beneficios futuros. La interrelación entre el balance de situación y el estado de resultados le proporcionaban una doble comprobación de los valores intrínsecos, que se correspondía con las fórmulas bancarias o de las agencias crediticias empleadas para tasar la idoneidad de la empresa para la concesión de crédito.

Las desventajas de dar importancia solo a la rentabilidad. Actualmente, los valores de las acciones han llegado a depender exclusivamente del informe de auditoría sobre beneficios, lo que ha abierto una brecha entre los conceptos de empresa y las reglas que guían la inversión. Cuando el empresario deja a un lado su propio balance y adopta el informe financiero de una gran empresa, entra en un mundo diferente por lo que a los valores se refiere. Al hacerlo, lo más probable es que no evalúe su negocio basándose exclusivamente en sus resultados de explotación más recientes sin tener en cuenta sus recursos financieros. Si el empresario, como accionista o especulador, opta por no prestar atención al informe financiero corporativo, estará en desventaja por diversas razones: en primer lugar, adoptará una serie de ideas nuevas ajenas a su

mundo empresarial cotidiano; en segundo lugar, en vez de contar con la doble comprobación de valores que proporcionan las ganancias y los activos, dispondrá de un solo criterio y, como consecuencia, este será menos fiable; en tercer lugar, estas cuentas de explotación de las que depende están sujetas a cambios más rápidos y radicales que aquellas que se dan en los balances, de ahí que su valoración de las acciones presente una gran inestabilidad; y, en cuarto lugar, las cuentas de explotación están mucho más sujetas a *falsedades* y a deducciones erróneas de lo que está el clásico balance cuando es examinado a fondo por un inversor experto.

Advertencia sobre la dependencia exclusiva de los informes sobre el estado de beneficios. Por lo tanto, por lo que respecta al análisis de la cuenta de explotación, debemos advertir con insistencia que cuando se trata de la inversión en valores no se puede depender exclusivamente de él. No obstante, con el debido reconocimiento de la limitada importancia de la situación del activo, debemos afirmar que los recursos de una empresa tienen, a pesar de todo, cierta importancia y requieren también cierta atención. Como veremos más adelante, eso es así porque el significado de cualquier estado de resultados no puede entenderse correctamente si no guarda relación con el balance del principio y del final del periodo contable.

Sistema simplificado del método de valoración de acciones ordinarias de Wall Street. Si contemplamos este tema desde otra perspectiva, el método de valoración de acciones ordinarias de Wall Street se puede simplificar en los siguientes puntos:

1. Calcular el beneficio que está obteniendo la acción (generalmente se refiere al beneficio por acción que se muestra en el cierre de ejercicio).
2. Multiplicar estos beneficios por acción por un adecuado «coeficiente de calidad» que ha de reflejar:
 - a. La tasa y el registro de dividendos.
 - b. El estado de la empresa: su volumen, reputación, posición financiera y su potencial.
 - c. El tipo de negocio (por ejemplo, una empresa fabricante de cigarrillos venderá con mayores beneficios y más elevados que una empresa de puros).
 - d. La tendencia del mercado. (Los multiplicadores del mercado al alza son más grandes que los de los mercados a la baja.)

Y todo esto puede resumirse en la siguiente fórmula:

Precio = beneficio ordinario por acción X coeficiente de calidad.^{1 321}

El resultado es que en la mayoría de los casos los «beneficios por acción» logran una ponderación del valor equivalente a *la ponderación de todos los otros factores juntos*. Eso es evidente si se tiene en cuenta que el «coeficiente de calidad» está, en sí mismo, determinado por la tendencia de los beneficios, que a su vez está tomada de los beneficios esperados en un período de tiempo establecido.

Los beneficios no solo son fluctuantes sino que están sujetos a decisiones arbitrarias. No obstante, estos beneficios por acción sobre los que se ha construido el sistema de valoración, no solo son completamente fluctuantes sino que están sujetos a un extraordinario grado de resoluciones arbitrarias y manipulaciones. A continuación señalaremos las distintas maniobras, legales o de otro tipo, por las que los beneficios por acción pueden parecer mayores o menores según aquellos que los controlan.

1. La asignación de partidas a patrimonio neto en lugar de ingresos o viceversa.
2. La sobrevaloración o subestimación de la amortización y de otras cuentas de reserva.
3. La variación de la estructura financiera, como ocurre entre los títulos preferentes y las acciones ordinarias. (Esos movimientos vienen determinados por la dirección de la empresa y ratificados por los accionistas de manera rutinaria.)
4. El uso discrecional de recursos financieros no empleados en la gestión de la empresa.

La importancia de lo anterior para el analista. Estas complejidades de las normas de contabilidad de empresas y de la política financiera proporcionan al analista financiero un amplio campo de trabajo. Existen infinitas ocasiones en que resulta necesario llevar a cabo un sagaz trabajo detectivesco —por establecer una comparación clara— a través del cual poder descubrir y conocer el verdadero estado de las cosas, que diferirá de lo hecho público en los «beneficios por acción».

No se puede negar que este trabajo es de suma importancia. En algunos casos nos llevará a la conclusión de que el precio de mercado no está conforme con el precio intrínseco o comparativo y, por consiguiente, con

³²¹ En los casos en que no hay ganancias o se reconoce que la cantidad está muy por debajo de lo «normal», Wall Street es reticente a exigir la aplicación de lo que en el fondo es un método de valoración más racional, esto es, asignar una mayor ponderación al promedio de la rentabilidad, del capital circulante (fondo de maniobra), etc. Aunque este es un procedimiento excepcional.

una actividad rentable basada en estos sólidos cimientos. Sin embargo, es necesario advertir al analista que no debe confiar demasiado en la utilidad práctica de sus hallazgos. Es bueno saber la verdad, pero no siempre es inteligente actuar basándose en ella, particularmente en Wall Street. Y siempre se debe tener presente que la verdad que descubre el analista, en primer lugar, no es *toda la verdad* y, en segundo lugar, no es una verdad *inmutable*. El resultado de su estudio es tan solo *una versión corregida del pasado*.

Puede que para cuando el mercado esté preparado para reaccionar, su información haya perdido la relevancia que poseía cuando la obtuvo.

Si hacemos todas las concesiones posibles a estos inconvenientes, se sobreentiende que, a pesar de todo, el análisis de valores debe dedicar un minucioso estudio a las cuentas de resultados corporativas. Para aclarar nuestra exposición clasificaremos el estudio en tres puntos:

1. El aspecto contable. Pregunta capciosa: ¿cuáles son los verdaderos beneficios del período estudiado?
2. El aspecto empresarial. Pregunta capciosa: ¿qué indicaciones proporciona en lo que se refiere a la futura rentabilidad de la empresa?
3. El aspecto de la inversión financiera. Pregunta capciosa: ¿qué elementos de la cuenta de pérdidas y ganancias deben tomarse en consideración y qué pautas deben seguirse para intentar obtener una *valoración* razonable de las acciones?

Crítica y nuevo planteamiento de la cuenta de resultados

Si en un sentido estricto un estado de resultados sirve para proporcionar información, este debería, por lo menos, presentar una visión imparcial y no distorsionada de la evolución de los resultados de explotación. Es raro que las empresas cotizadas hagan directamente una información falsa. Los fraudes de Ivar Kreuger, hechos públicos en 1932, tenían esa particularidad, pero fueron únicos por lo directos y por el alcance del engaño. Las cuentas anuales de las empresas más importantes son auditadas por auditores independientes, y sus memorias son razonablemente fiables, dentro de la limitada esfera de veracidad de los estados financieros.³²² No obstante, desde el punto de vista del análisis de

³²² En algunas cuentas anuales recientemente auditadas han salido a luz varios ejemplos de burdas sobre valoraciones de beneficios y activos circulantes, como el caso de la compañía McKesson and Robbins en 1938. (Otros ejemplos descubiertos también en 1938 fueron los de las compañías Interstate Hosiery Mills e Illinois Zinc Corporation.) A pesar del impacto causado por el escándalo de McKesson and Robbins, es preciso decir que durante

acciones ordinarias, las cuentas auditadas pueden requerir ajustes e interpretaciones cruciales especialmente con respecto a tres elementos importantes:

1. Pérdidas y ganancias extraordinarias.
2. Operaciones de filiales o subsidiarias.
3. Reservas.

Observaciones generales sobre la cuenta de resultados. El procedimiento contable permite una considerable libertad de acción a la gestión empresarial en el modo de tratar las partidas extraordinarias. Se trata de una norma general establecida el hecho de que las transacciones aplicables a ejercicios anteriores se excluyan de la cuenta de resultados ordinarios y se introduzcan como cargos o abonos directos en el patrimonio neto. No obstante, hay muchos tipos de anotaciones que pueden técnicamente considerarse parte de los resultados del ejercicio actual, y que no son precisamente operaciones especiales o extraordinarias. Las normas contables permiten a los administradores decidir si presentan estas operaciones como *ingreso* o como *ajustes de valor en patrimonio neto*. A continuación, damos ejemplos de entradas de este tipo:

1. Pérdidas o ganancias de la venta de activos.
2. Pérdidas o ganancias de la venta de títulos negociables.
3. Descuento o prima por la amortización de obligaciones de capital.
4. Pagos a los beneficiarios de pólizas de seguro.
5. Bonificaciones fiscales.
6. Pérdidas o ganancias por litigios.
7. Pérdidas de valor de inventarios.
8. Pérdidas de valor de cuentas por cobrar.
9. Coste de mantenimiento de bienes ajenos a la explotación.

En la práctica empresarial existen numerosas variaciones en partidas como las anteriores; puede darse tanto la inclusión como la exclusión de la cuenta de resultados dentro de los ejemplos de partidas. Es discutible cuál es el mejor procedimiento contable en alguno de estos casos, pero, en lo que concierne al analista, su propósito es que todos estén separados de los *resultados de explotación ordinarios* del ejercicio. Lo que el inversor debe conocer de la memoria anual es la *rentabilidad declarada* bajo una serie

muchos años solo un ínfimo porcentaje de empresas cotizadas han estado involucradas en fraudes de este género.

de condiciones determinadas, es decir, lo que la empresa espera ganar cada año si las condiciones de negocio que prevalecen durante el ejercicio siguieran inalteradas. (Por otra parte, como señalaremos más adelante, todas estas cuentas extraordinarias pertenecen propiamente al cálculo de *la rentabilidad durante un período de varios ejercicios anteriores.*)

El analista debe esforzarse también en ajustar los beneficios para saber de la manera más precisa posible cuál es la participación de la compañía en los resultados de las empresas filiales. En la mayoría de los casos, se elaboran cuentas anuales sólidas, de manera que ese ajuste es innecesario. Sin embargo, hay numerosos casos en los que los balances están incompletos o falseados por una de estas razones: (1) no reflejan parte de las pérdidas o ganancias de filiales importantes o (2) incluyen como dividendos devengados por empresas filiales lo que son en mayor o menor medida las ganancias ordinarias de las empresas controladas.

Otro aspecto de la cuenta de resultados al que el analista debe prestar una especial atención es el de las pérdidas por depreciación y amortizaciones, así como también el de las provisiones. Dichas provisiones están, en buena parte, sujetas a decisiones arbitrarias por parte de la dirección. Por eso, fácilmente pueden ser sobrevaloradas o infraestimadas, en cuyo caso la estimación final de las ganancias declaradas quedará distorsionada de la misma manera. Con respecto a los cargos de amortización, existe un nuevo y sutil elemento que puede tener una importancia considerable, y es el hecho de que estos gastos, cuando los administradores los calculan en base al valor contable de la propiedad, es posible que no reflejen adecuadamente la amortización que el *inversor individual* debe cargar en el ajuste de valor de su inversión con la empresa.

Partidas no recurrentes: pérdidas y ganancias por la venta de activos no corrientes. Proseguiremos con un examen más detallado de estos tres tipos de ajuste en el informe de la cuenta de resultados comenzando por las partidas no recurrentes.³²³ Las pérdidas o ganancias por la venta de activos no corrientes obviamente pertenecen a esta categoría y deben excluirse de los resultados del ejercicio. La finalidad es obtener una idea de «la capacidad de beneficio declarada» basada en la supuesta continuidad de las condiciones de negocio. Una práctica contable autorizada aconseja que los beneficios de ventas del activo no corriente se

³²³ La Ley de Títulos de 1933 y la Ley del Mercado de Valores de 1934 animan específicamente a la Comisión a fijar los procedimientos que deben seguirse para diferenciar entre las partidas ordinarias y excepcionales dentro de los informes de las empresas registradas, que deben ser presentados junto con los cambios a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. —Sec. 19 (a) de la ley de 1933 y Sec. 13 (b) de la ley de 1934— Los formularios de registro iniciales (A-1, A-2 y 10) y el formulario de informe anual (10-K) requieren la separación de las partidas extraordinarias de pérdidas y ganancias dentro de la cuenta de resultados.

presenten solo como un abono a la cuenta de beneficios no distribuidos. En muchos casos, sin embargo, estos beneficios son declarados por la empresa como parte de sus ingresos netos ordinarios, reflejando con ello un cuadro distorsionado de las ganancias del ejercicio.

Ejemplos. Un caso manifiesto de esta práctica se presentó en la memoria de 1926 de la empresa Manhattan Electrical Supply Company. Esta daba cuenta de unos beneficios de 882.000 dólares o de 10,25 dólares por acción, lo que se consideraba como un estado de cuentas muy favorable. Sin embargo, una posterior solicitud para cotizar acciones en la Bolsa de Nueva York reveló que, de estos 882.000 dólares declarados como beneficio, más de 586.700 dólares habían sido obtenidos a través de la venta del negocio de baterías de la empresa. Por ello los beneficios de las operaciones ordinarias fueron solo de 295.300 dólares o de unos 3,40 dólares por acción. La inclusión en los ingresos de este beneficio de una actividad interrumpida era particularmente objetable, porque en ese mismo ejercicio la empresa había cargado un total de 544.000 dólares de *pérdidas excepcionales contra patrimonio neto*. Obviamente, las pérdidas excepcionales pertenecían a la misma categoría que las ganancias excepcionales, por lo que las dos partidas deberían haberse agrupado. El hecho de incluir una como ingreso y la otra como patrimonio neto inducía totalmente a error, si bien más deshonroso era todavía la irregularidad de no hacer una referencia clara a las ganancias procedentes de la venta de baterías ni en la cuenta de resultados ni en las extensas notas que acompañaban al balance anual.³²⁴

Durante el ejercicio de 1931, la empresa United States Steel Corporation declaró un «ingreso extraordinario» de unos 19.300.000 dólares, la mayoría del cual se debía a «ganancias por la venta de bienes», se sobreentendía que se trataba de unas posesiones de empresas de servicios públicos situadas en Gary, Indiana. Esta partida, que fue incluida en las ganancias anuales, daba como resultado un «ingreso neto» final de 13.000.000 de dólares. Pero, dado que este crédito era claramente de naturaleza no recurrente, el analista se vería obligado a no considerarlo en los resultados de explotación de 1931, que como consecuencia registraría una *pérdida* de 6.300.000 dólares antes de los dividendos preferentes. El método contable empleado por la United States Steel en 1931 era contrario a su política empresarial anterior, como se evidenció en el tratamiento que dio a las grandes sumas recibidas como ingresos por devoluciones contributivas en los tres años anteriores. Estos recibos no fueron

³²⁴ Las observaciones del presidente contenían solamente la siguiente anotación: «Tras varios años de improductiva trayectoria en el negocio de las baterías, los directivos acordaron su venta en términos satisfactorios.» En 1930 se desató un escándalo por la manipulación de acciones hecha por el presidente de esta compañía en la Bolsa de Nueva York.

declarados como ingreso ordinario sino que fueron imputados directamente a patrimonio neto.

Beneficios procedentes de la venta de títulos negociables. Los beneficios percibidos por una sociedad por la venta de títulos negociables tienen un carácter especial y han de ser separados de los resultados de explotación ordinarios.

Ejemplos. La memoria de la National Transit Company, una antigua filial de Standard Oil, del ejercicio de 1928 muestra un efecto desvirtuado por la inclusión en la cuenta de resultados de beneficios de esta procedencia. El método para presentar este engaño a los accionistas es bastante reprobable. La cuenta consolidada de resultados de 1927 y 1928 se declaró en los términos siguientes:

Partida	1927	1928
Ingresos de explotación	3.432.000 \$	3.419.000 \$
Dividendos, intereses e ingresos varios	463.000	370.000
Ingresos totales	3.895.000 \$	3.789.000 \$
Gastos de explotación, incluyendo las partidas directas por amortización y de pérdidas y ganancias (en 1928 fue «incluidos los beneficios por la venta de títulos»)	3.264.000	2.599.000
Ingresos netos	631.000 \$	1.190.000 \$
(Beneficio por acción)	(1,24 \$)	(2,34 \$)

El incremento de los beneficios por acción parecería bastante impresionante. Pero un estudio aislado de las cifras detalladas de la compañía matriz, tal como propuso la Interstate Commerce Commission, revelaría que los 560.000 dólares de los ingresos de 1928 eran debidos a las ganancias obtenidas con la venta de productos financieros. Esto es lo mismo que sucedió al incrementar los beneficios netos consolidados sobre los ejercicios anteriores. Al tener en cuenta para estos beneficios especiales, el impuesto sobre sociedades y otras compensaciones y los posibles beneficios adicionales por la venta de productos financieros realizada por la filial, parece probable que todos o casi todos los beneficios de 1928 fueran debidos a partidas no operativas. Tales ganancias deben ser a todas luces eliminadas en cualquier cotejo o cálculo de la rentabilidad. El tipo de estado de cuentas al que recurrió la National Transit, a propósito de que tales beneficios se aplicaban para reducir los gastos de explotación, es

cuando menos extraño.

La venta que hizo en 1929 la compañía New York, Chicago and St. Louis Railroad, a través de una filial, de su participación en las acciones de Pere Marquette, llevó posteriormente a una manipulación contable mucho mayor. Vamos a describir estas transacciones en relación con nuestro sistema de partidas que afectan a filiales no consolidadas. Durante el año 1931, la compañía F.W. Woolworth introdujo en la partida de ingresos una ganancia de casi 10.000.000 de dólares por la venta de una parte de sus acciones llevada a cabo por su filial británica. El efecto de esa inclusión fue que por los beneficios por acción parecían mayores que los de ejercicios anteriores, cuando en realidad habían experimentado un retroceso. Es un tanto sorprendente que en el mismo ejercicio la empresa cargara contra patrimonio neto un impuesto acumulado adicional de 2.000.000 de dólares que parecía estar íntimamente relacionados con el beneficio especial, incluida como ingreso en la cuenta de resultados.

La devaluación de los productos financieros en el mercado de valores debe considerarse como una partida excepcional de la misma manera que las pérdidas en la venta de dichos productos. Este es el mismo caso que la merma de valor en el cambio de divisas. En muchos casos las empresas cargan esas depreciaciones, si lo hacen, contra patrimonio neto. La memoria presentada por General Motors en 1931 incluía ambos ajustes, sumando en total 20.575.000 dólares como deducciones de ingresos, pero la compañía fue cautelosa al designarlos como “pérdidas excepcionales y no periódicas”.

Métodos empleados por las sociedades de inversiones en los informes de ventas de títulos negociables. Las memorias de las sociedades de inversiones plantean dudas específicas con respecto al tratamiento que dan a las pérdidas y ganancias percibidas por la venta de productos financieros y cambios en los valores de estos. Antes de 1930, la mayoría de estas empresas recogieron las ganancias por la venta de productos financieros como parte de sus ingresos ordinarios, pero hacían una estimación de los valores *no vendidos* a modo de memorando o nota al pie del balance. Sin embargo, cuando se produjeron las grandes pérdidas de 1930 y en años posteriores, las reflejaron en la mayoría de los casos, no en la cuenta de resultados sino en las cuentas de capital, o de reservas. Muchas empresas continuaron *sin realizar* la amortización, simplemente registrándola como una nota explicativa en el balance, donde continuaban incluyendo los productos financieros con su coste original. Una minoría de sociedades de inversiones redujeron el precio de su cartera de valores en el mercado a través de cargos contra patrimonio neto.

Desde el momento en que los productos financieros son parte

integrante del negocio de las sociedades de inversión, lógicamente se puede afirmar que los resultados de las ventas e incluso los cambios en la cartera de valores deben considerarse en la memoria anual como elementos ordinarios más que extraordinarios. Seguramente, un estudio de los intereses y los dividendos menos los gastos demostraría que su valor es insignificante. Para que cualquier análisis de los estados de sociedades de inversiones resulte útil, debe basarse en tres elementos: la renta de las inversiones, las pérdidas y ganancias por la venta de valores y los cambios en el valor de mercado de su cartera de inversiones. Es obvio que la ganancia o pérdida —así computada— en cualquier ejercicio no es en absoluto un signo de la rentabilidad. Ni tampoco puede tener ninguna significación futura el promedio de varios ejercicios a menos que los resultados sean comparados antes con alguna medida de la trayectoria general del mercado. Si una sociedad de inversiones ha tenido mejores resultados que la «media» de referencia, significa, a primera vista, que se trata de una gestión competente. No obstante, incluso en este caso, sería difícil distinguir si se trata de una capacidad superior o de golpes de suerte en el mercado.

El meollo de esta crítica es doble: (1) el cambio en conjunto del valor principal es la única medida disponible del comportamiento de la sociedad de inversiones, pero (2) esta medida no puede considerarse como índice de una «rentabilidad normal» en un sentido análogo a los beneficios registrados por una empresa industrial fuertemente arraigada.³²⁵

El caso de los bancos y las compañías de seguros, un problema similar
Un problema parecido ocurre cuando se analizan los resultados presentados por las compañías de seguros y los bancos. El interés público en seguros de productos financieros se concentra, en gran medida, en las acciones de las compañías de seguros contra incendios. Estas empresas son una combinación de aseguradoras y sociedades de inversión. Disponen, además, de sus fondos de capital para invertir sustanciosas cantidades recibidas como primas pagadas por adelantado. De manera general, solo una pequeña porción de estos fondos está sujeta a restricciones legales en cuanto a inversión, y el balance se realiza más o menos de la misma manera que en el caso de las sociedades de inversiones. Las empresas aseguradoras como estas, en raras ocasiones, tienen un resultado muy rentable. Con frecuencia muestran un déficit que es compensado por el ingreso de intereses y dividendos. Las ganancias o pérdidas señaladas en las operaciones financieras, incluyendo los cambios

³²⁵ Véase la nota 47 del Apéndice, para un resumen de las conclusiones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores tras investigar la gestión del comportamiento de las sociedades de inversión y comentarios posteriores de los autores relacionados con el registro y las prácticas de gestión de las sociedades de inversión.

en su mercado bursátil, ejercen una influencia predominante en la actitud del público con respecto a las acciones de las compañías de seguros de incendio. En el caso de las acciones bancarias, ocurre lo mismo aunque en menor medida, pero no por ello es menos significativo. La terrible especulación en estos temas a finales de la década de 1920 fue ampliamente impulsada por la participación de los bancos, ya fuera directamente o a través de sus filiales, en las fabulosas ganancias obtenidas en el mercado bursátil.

A partir de 1933, a los bancos se les exigió separarse voluntariamente de sus filiales, y sus operaciones financieras, aparte de los asuntos estatales, fueron restringidas y supervisadas cuidadosamente. Sin embargo, a la vista de la gran cantidad de recursos invertidos en obligaciones, es posible que los cambios sustanciales en los precios de las obligaciones todavía ejerzan un efecto notable sobre sus beneficios declarados. El hecho de que las operaciones de las instituciones financieras, como las sociedades de inversión, los bancos y las compañías de seguros, deban reflejar necesariamente los cambios de valor en los productos financieros hace de sus acciones un medio peligroso que generaliza las transacciones bursátiles. Puesto que en estas empresas puede ocurrir que los productos financieros formen parte de los beneficios del ejercicio, hay una tendencia inevitable a considerar las ganancias obtenidas, en las épocas de bonanza, como una parte de la «rentabilidad» y a valoraren consecuencia, las acciones. Esto, por supuesto, provoca una absurda sobrevaloración que conllevará el desplome y su excesiva depreciación correspondiente. Estas violentas fluctuaciones son particularmente perjudiciales en el caso de instituciones financieras porque pueden influir en la confianza del público. También es cierto que la especulación incontrolada (llamada «inversión») de las acciones de bancos y compañías de seguros conduce a la inoportuna creación de nuevas empresas, a la poco aconsejable expansión de las existentes y, en general, a la relajación de los niveles de conservadurismo e incluso de moralidad.

El analista financiero, en el ejercicio de su función como consejero de inversiones, debería hacer lo posible por desaconsejar al pequeño inversor la compra de acciones bancarias y de aseguradoras. Antes de la expansión de la década de 1920, dichos productos financieros eran propiedad casi exclusiva de aquellos que tenían el control del mercado, poseían una gran experiencia y un mayor criterio. Estas son cualidades que se necesitan de manera especial para evitar calcular mal los valores en este ámbito a causa de la dependencia de sus beneficios declarados de las fluctuaciones de los precios de los títulos.

En este aspecto subyace una dificultad paradójica del movimiento de

las sociedades de inversión. Con una técnica de gestión adecuada, estas organizaciones bien podrían ser un vehículo lógico para colocar los fondos de los pequeños inversores. Sin embargo, considerado como un título negociable vendido por los inversores, las acciones de la sociedad de inversiones son en sí mismas un instrumento peligrosamente volátil. En apariencia, este factor de dificultad puede mantenerse a raya solo si se muestra o si se alerta eficazmente al público sobre cómo deben interpretarse los informes de las sociedades de inversión. Las perspectivas de poder conseguirlo no son demasiado claras.

Beneficios a través de la recompra de títulos preferentes con descuento. A veces las sociedades perciben sustanciales beneficios a través de la recompra de sus propios títulos preferentes por debajo de su valor. La inclusión de tales ganancias en los ingresos ordinarios es una práctica engañosa, primero porque obviamente no son periódicas y, segundo, porque en el mejor de los casos se trata de un tipo de beneficio cuestionable desde el momento en que se hace a costa de los propios tenedores de títulos de la compañía.

Ejemplo: Una muestra singular de esta práctica contable fue la que proporcionó, en 1915, la empresa Utah Securities Corporation, una sociedad tenedora de acciones que controlaba la compañía Utah Power and Light. Esto queda reflejado en la siguiente cuenta de resultados:

Cierre del ejercicio a 31 marzo de 1915

Beneficios de la Utah Securities Corporation	
incluyendo los beneficios acumulados de filiales.....	771.299 \$
Gastos e impuestos	<u>30.288</u>
Beneficios netos	741.011 \$
Beneficio por el rescate del 6% de pagarés ..	<u>1.309.657</u>
Ingresos procedentes de todos los recursos acumulados	
de la empresa Utah Securities Corporation	2.050.668 \$
Intereses deducidos por las cargas del 6% de pagarés	<u>1.063.009</u>
Ingresos líquidos conjuntos del ejercicio.....	987.659 \$

Las recompras generalizadas de títulos preferentes con descuentos sustanciales constituyeron unas de las características singulares de la depresión financiera que tuvo lugar de 1931 a 1933. Y su causa fue la desproporción que existía entre el fuerte efectivo y los escasos beneficios

de muchas empresas. Por la primera razón se vendieron los títulos preferentes a bajo precio y, por la segunda, las empresas emisoras pudieron volverlas a comprar en grandes cantidades. Esta práctica se hizo mucho más evidente en las sociedades de inversión.

Ejemplos. La empresa International Securities Corporation of America, por utilizar un ejemplo significativo, al finalizar el ejercicio fiscal el 30 de noviembre de 1932, recompró nada menos que 12.684.000 dólares de valor nominal de sus obligaciones emitidas al 5%, lo que representaba casi la mitad de la emisión. El precio medio que se pagó fue de unos 6.000.000 de dólares, lo que sirvió para compensar la merma de los valores de la cartera de inversiones.

Dentro del sector industrial podemos observar las cuentas anuales de 1932 de la Armour and Company. Esta mostraba unos beneficios netos de 1.663.000 dólares pero solo tras haber incluido como ingreso un beneficio de 5.520.000 dólares en obligaciones compradas con un gran descuento. De igual manera, más del total del neto de 1933 de Goodrich Rubber, United Drug, Bush Terminal Building Company y otras fue atribuible a esta fuente no recurrente. Una situación parecida se dio a conocer en la memoria de la United Cigar-Wheland Stores durante la primera mitad de 1938.³²⁶ (Obsérvese, por otro lado, que algunas compañías como la Gulf States Steel Corporation siguieron, en 1933, una mejor práctica contable al abonar este beneficio directamente en el patrimonio neto.)

Un resultado contrario se obtiene cuando se retiran los títulos preferentes a un coste que sobrepasa el valor nominal o declarado. Cuando esta compensación supone una gran cantidad, esta siempre se carga en el patrimonio neto.

Ejemplos. Podemos citar como ejemplos destacados de esta práctica el cargo en patrimonio neto de 40.600.000 dólares realizada por la United States Steel Corporation en 1929, vinculada al reembolso a 110 de 307.000.000 dólares de las obligaciones de sus propias filiales, y también el cargo de 9.600.000 dólares en el superávit de 1927 por la empresa Goodyear Tire and Rubber Company, para evitar el reembolso con prima de varios bonos y emisiones de acciones preferentes y su sustitución por nuevos productos financieros que generaban cupones y tasas de dividendos más bajos. Desde el punto de vista del analista financiero, en estas transacciones especiales que afectan a los propios productos financieros de la empresa, tanto los gastos como los beneficios deben considerarse como excepcionales y excluidos de los resultados de explotación al estudiar el comportamiento de un solo ejercicio.

³²⁶ El informe anual de 1938 anotaba este beneficio en el patrimonio neto.

Un *ejemplo integral*. La empresa American Machine and Metals, Inc. (sucesora de la Manhattan Electrical Supply Company, mencionada anteriormente en este capítulo) incluyó como ingreso ordinario en 1932 un beneficio obtenido por la recompra de sus propias obligaciones a precio reducido. Ya que las cuentas anuales de 1931 y 1932 ilustran la naturaleza arbitraria de buena parte de sus cuentas consolidadas, reproducimos aquí la cuenta de resultados completa con los ajustes de patrimonio neto agregados.

Memoria de la American Machine and Metals, Inc. de 1931 y 1932

Partida	1932	1931
Cuenta de resultados:		
Neto antes de intereses y amortización	<i>Pérdida</i> 136.885 \$	<i>Beneficio</i> 101.534 \$
Beneficios suplementarios por obligaciones recompradas	174.278	270.701
Ganancias incluyendo obligaciones recompradas	37.393	372.236
Amortización	87.918	184.562
Interés de obligaciones	119.273	140.658
Neto final de pérdidas y ganancias	<i>Pérdida</i> 169.798	<i>Beneficio</i> 47.015
Cargos contra capital, patrimonio neto después de impuestos:		
Gastos de transporte y de explotación de minas diferidos	111.014	
Previsión de pérdidas por:		
Efectos de dudoso cobro, reclamaciones e intereses generados	600.000	
Inventarios	385.000	
Inversiones	54.999	
Liquidaciones de filiales	39.298	
Agotamiento de las reservas de mineral	28.406	32.515
Amortización de activos no corrientes (neto)	557.578	
Reducción de las reservas de mineral y derechos de explotación de las minas	681.742	
Devolución contributiva federal, etc.	ab.* 7.198	ab. 12.269
Gastos totales no consignados en la cuenta de resultados	2.450.839 \$	20.246 \$
Resultado consignado en la cuenta de resultados	déb. 169.798	ab. 47.015
Percepciones por la venta de acciones adicionales	ab. 44.000	
Cambio combinados de capital y superávit	déb. 2,576.637 \$	ab. 26.769 \$

*ab = abono, déb. = débito.

En 1932, nos encontramos de nuevo con lo mismo que en 1926, es decir, esa práctica altamente objetable de incluir ganancias excepcionales como ingresos mientras se destinan las pérdidas excepcionales al patrimonio neto. Eso no supone mucha diferencia salvo que, en el ejercicio siguiente, se revela en la memoria la naturaleza de este beneficio excepcional, las ganancias obtenidas debido a la re-compra de obligaciones por menos de su valor nominal. La mayoría de accionistas y compradores solo se fijan en la cifra final de las ganancias por acción presentadas por la empresa; probablemente tampoco se van a detener en averiguar de qué manera esta ha sido determinada. Más adelante analizaremos la importancia de algunos de los cargos contra patrimonio neto realizados por esta compañía en 1932.

Otras partidas extraordinarias. El grupo restante de partidas con ganancias extraordinarias no es lo suficientemente importante como para merecer un examen detallado. En la mayoría de los casos, dichas partidas tienen consecuencias mínimas, ya sea porque aparecen como parte de los beneficios anuales o porque son imputadas al patrimonio neto, donde realmente deben estar.

Ejemplos. Gimbel Brothers incluyó en los ingresos de 1938 la cantidad de 167.660 dólares, procedentes de pólizas de seguros de vida, designándolos como «partida no comercial». Por otra parte, la empresa United Merchants and Manufacturen recibió, en el ejercicio fiscal de 1938, un pago cercano a 1.579.000 dólares, que fue abonado con más lógica en la cuenta de patrimonio neto, aunque había tenido grandes pérdidas en sus actividades.

Bendix Aviation Corporation declaró como ingreso en el ejercicio de 1929 la cantidad de 901.282 dólares recibida como liquidación por un juicio sobre la violación de una patente, y de nuevo en 1931 incluyó como ingresos ordinarios la cantidad de 242.656 dólares que le fue pagada como derechos de patente retenidos durante el juicio. Los beneficios de la Gulf Oil Corporation en 1932 incluían la suma de 5.512.000 dólares, que representaba el valor del petróleo que había estado previamente en litigio. Por medio de esta partida, designada como excepcional, fue posible convertir los 2.768.000 dólares de pérdidas en 2.743.000 dólares en ganancias. Aunque los impuestos contributivos se muestran generalmente solo como abonos contra el patrimonio neto, el interés acumulado recibido sobre esto aparece a veces como parte de la cuenta de resultados, por ejemplo, los 2.000.000 de dólares declarados por E.I. Du Pont Nemours and Company en 1926 y una cantidad no mencionada, aunque en apariencia mucho mayor, de los beneficios de la compañía United States Steel en 1930.

Capítulo 32

Pérdidas excepcionales y otras partidas de la cuenta de resultados

La cuestión de las pérdidas excepcionales tiende a crear determinadas dificultades en el análisis de las cuentas de resultados. ¿Hasta qué punto deben considerarse las pérdidas por deterioro de valor de existencias y de cuentas a cobrar como gastos excepcionales imputables, contrariamente a las reglas, a los resultados de explotación anuales? En el desastroso año de 1932, casi todas las empresas hicieron estos trasposos a la cuenta de resultados. Los sistemas utilizados mostraban muchas divergencias, pero la mayoría de las empresas optimizaron sus cuentas de ingresos al máximo y dedujeron estas pérdidas del patrimonio neto. Por el contrario, durante la recesión de 1937 y 1938, incluso las más leves pérdidas por ajuste de inventario se cargaron de manera generalizada en la cuenta de explotación.

Las pérdidas por ajuste de inventario están directamente relacionadas con el procedimiento del negocio y, por ello, no son en modo alguno excepcionales por naturaleza. El colapso del valor de los stock ocurrido en 1931-1932 podría considerarse totalmente extraordinario, de la misma manera que fueron excepcionales los resultados de negocio en su totalidad. De este razonamiento se desprende que, si se toman en cuenta los resultados de 1931 y 1932, por ejemplo, al calcular una media a largo plazo, todas las pérdidas de existencias y cuentas a cobrar deben considerarse parte del déficit de explotación de esos años aunque se hayan imputado al patrimonio neto.

En el capítulo 37 veremos qué papel desempeñan los ejercicios extraordinarios para determinar el promedio de rentabilidad.

Ganancias ficticias. Un análisis de las ventas al por mayor atribuidas al patrimonio neto por la American Machine and Metals en 1932 —detalladas en el capítulo 31— sugiere la posibilidad de que se hiciera en ese ejercicio una excesiva provisión pérdidas con la intención de beneficiar a futuras cuentas de ingresos. Si las cuentas a cobrar y existencias fueron anotadas al 31 de diciembre de 1932 con una cifra excesivamente baja, este “precio de coste” artificialmente bajo originaría en los siguientes ejercicios una ganancia inflada en la misma proporción.

Este punto lo explicaremos de la siguiente forma con cifras hipotéticas:

Supuesto un valor razonable de existencias y de cuentas

por cobrar a 31 de diciembre de 1931 2.000.000 \$

Supuesta una ganancia en 1933 basada en ese justo valor de...200.000

Por otro lado, supuesto que, por cargos excepcionales
y excesivos al patrimonio neto, el existencias y las
cuentas por

cobrar habían sido amortizados en 1.600.000

Entonces, las cantidades generadas por todo ello mostrarán

en 1933 un beneficio mayor de 600.000

Esto podría ser tres veces la cifra correcta.

El ejemplo anterior muestra una serie de prácticas que constituyen, quizá, una de las manipulaciones contables más refinadas de esos tiempos. Estas consisten, en definitiva, en sacar ciertas cantidades de excedente (o incluso de capital) y luego declararlas como ingresos. El cargo a cuenta del patrimonio neto pasa inadvertido y el abono a ingresos puede tener una influencia determinante sobre el valor de mercado de los títulos de la compañía.³²⁷ Más adelante indicaremos cómo una reducción «conservadora» del valor contable de la cuenta de bienes inmuebles tiene precisamente este resultado que permite una carga de amortización decreciente y, por lo tanto, un incremento de los beneficios aparentes. Los peligros inherentes de los métodos contables de este tipo son muy graves, porque el público apenas puede darse cuenta de ellos y son difíciles de detectar incluso por analistas expertos, además son impermeables a las enmiendas legislativas o del mercado de valores.

Basar los valores de las acciones ordinarias en los beneficios por acción declarados ha facilitado enormemente a la administración de las empresas

³²⁷ Las memorias de 1932 y de los ejercicios posteriores hechos por la compañía United States Industrial Alcohol reflejaron una situación de alguna manera similar a la que hemos planteado aquí. Esta compañía se desvió de sus prácticas contables habituales en 1932 al reservar 1.500.000 dólares del patrimonio neto para reducir el stock de melaza a uno estimado del valor actual del mercado. (Con anterioridad, esta partida se había valorado regularmente al coste.) Ejercicios posteriores reflejaron que los beneficios de 1933, 1934 y 1935 se habían beneficiado de esta reserva con hasta 772.000 dólares, 677.000 dólares y 51.000 dólares respectivamente. Es significativo que el impuesto sobre sociedades de 1934 se aplicara sobre 677.000 dólares menos de lo que se había declarado como beneficio. (Véase en el capítulo 45 un amplio resumen del efecto provocado por los sistemas administrativos aplicados en esta empresa sobre los beneficios por acción declarados en los ejercicios de 1929 a 1938.)

ejercer un arbitrario y malsano control sobre los precios de sus acciones. Aunque debemos enfatizar que la mayoría de estas administraciones son honestas, debe hacerse hincapié también en que la contabilidad creativa o «deliberada» es una enfermedad contagiosa.

Reservas para pérdidas por deterioro de valor existencial. La contabilidad de ajustes de existencias se complica con frecuencia por el empleo de reservas antes de que las pérdidas se hayan, de hecho, generado. Dichas reservas son habitualmente creadas por un cargo al patrimonio neto, basándose en la teoría de que una función de la cuenta de patrimonio neto es la de actuar como una especie de reserva para eventualidades destinada a cubrir posibles pérdidas imprevistas. Si más adelante tiene lugar una disminución de las existencias, se atribuirá de manera natural a la reserva creada para afrontarla. El resultado es que no se reflejará la pérdida por ajuste de existencias en *ningún ejercicio*, aunque suponga tanto un riesgo en las operaciones como una caída de los precios de venta. Cuando una empresa carga las pérdidas de existencias al patrimonio neto —ya sea directamente o a través de la intermediación de este mecanismo de la reserva—, el analista financiero debe tomar en cuenta dicha práctica, especialmente al comparar los resultados presentados con los de otras empresas. Un buen ejemplo de este principio es el que ofrece la comparación de las cuentas anuales emitidas por la United States Rubber Company y la Goodyear Tire and Rubber Company de los ejercicios de 1925 a 1927, durante los cuales los precios del caucho estuvieron sometidos a importantes fluctuaciones.

A largo de estos tres años, Goodyear imputó con cargo a la cuenta de *ingresos* un total de 11.500.000 dólares como reservas para afrontar la caída de los precios de las materias primas. De esta cantidad se empleó la mitad para absorber sus pérdidas reales y la otra mitad se traspasó al balance de 1928 (y finalmente fue empleada en 1930).

La compañía United States Rubber asignó durante ese período un total de 20.446.000 dólares como reservas de existencias y pérdidas por deterioro, cifra que fue absorbida por las pérdidas reales. Pero el balance anual, tal como se presentó a los accionistas, excluía estos gastos y los mostraba como ajustes especiales del patrimonio neto. (Es más, en 1927 los 8.910.000 dólares de pérdidas de existencias fueron compensados con un crédito extraordinario de 8.000.000 dólares mediante el traspaso de ganancias *transferidas* de la empresa filial que producía caucho natural.) El resultado de estos diversos procedimientos en la declaración del impuesto de sociedades fue que los beneficios por acción de las dos empresas —tal como se resume en los manuales de estadística—, daban lugar a un estado de cuentas comparativo que inducía a error. La siguiente tabla con las ganancias por acción ha sido extraída de la publicación

Poor's Manual de 1928:

Año	U.S. Rubber	Goodyear
1925	14,92 \$	9,45 \$
1926	10,54	3,79
1927	1,26	9,02
Promedio de los 3 años	8,91 \$	7,42 \$

Las cuentas anuales se deben homogeneizar, en la medida de lo posible, para poder realizar una comparación adecuada. Dicha comparación debería realizarse teniendo en cuenta tres métodos posibles:

1. Como la declaración de la United States Rubber, es decir, excluyendo de la cuenta de resultados ordinaria las reservas y pérdidas por deterioro de valor de existencias.
2. Como la declaración de la Goodyear, es decir, reduciendo los beneficios del período en que subieron los precios del caucho natural para dotar una reserva para pérdidas futuras y usando esta reserva para absorber las pérdidas posteriores.
3. Mediante la eliminación de tales reservas, como un esfuerzo discrecional de la administración de la empresa para equilibrar las ganancias. En base a esto, las pérdidas por deterioro de valor de existencias se imputarían a los resultados del ejercicio en los que, de hecho, se devengaban. (El análisis estadístico de la compañía Goodyear incluye una revisión de las ganancias declaradas de acuerdo a este método.)

Por lo tanto, tenemos tres estados financieros de los beneficios por acción para hacer una comparativa del mismo período:

Año	1. Omisión de los deterioros de valor de inventario		2. Teniendo en cuenta los deterioros de valor de las existencias (como hicieron las compañías)		3. Exclusión de reservas y cargo de las pérdidas al ejercicio en el que ocurrió el deterioro	
	U.S. Rubber	Goodyear	U.S. Rubber	Goodyear	U.S. Rubber	Goodyear
1925	14,92 \$	18,48 \$	11,21 \$	9,45 \$	14,92 \$	18,48 \$
1926	10,54	3,79	0,00	3,79	14,71(d)	2,53(d)
1927	1,26*	13,24	9,73(d)*	9,02	1,26*	13,24
Promedio de los 3 años	8,91 \$	12,17 \$	0,49 \$	7,42 \$	0,49 \$	9,73 \$

*Excepto el abono a los beneficios hecho antes de 1926 por la United States Rubber Plantations, Inc.

La variedad de los precios de mercado de las dos emisiones de acciones ordinarias de este período sugieren que los métodos contables aplicados por la United States Rubber sirvieron con la suficiente eficacia como para oscurecer la naturaleza insatisfactoria de los resultados de esos ejercicios fiscales.

Año	Ordinarias de U.S. Rubber		Ordinarias de Goodyear	
	Altas	Bajas	Altas	Bajas
1925	97	33	50	25
1926	88	50	40	27
1927	67	37	69	29
Media de altas y bajas	62		40	

Más recientemente, la compañía United States Rubber ha seguido la práctica de Goodyear de sacar de los beneficios de los años económicamente prósperos una reserva para futuras pérdidas. Como consecuencia de esta política, la empresa ha declarado algo menos de sus ganancias en 1935 y 1936, aunque las ha exagerado en 1937.

Un caso opuesto reciente. La industria del embalaje muestra una mayor divergencia en cuanto al método usado por dos empresas para manejar las probables pérdidas por ajuste de existencias.

La empresa Wilson and Company dejó una reserva de 750.000 dólares antes del comienzo del ejercicio fiscal de 1934, destinada a «la fluctuación de la valoración de existencias». Esta fue tomada en parte del patrimonio neto y en parte de los ingresos. En 1934 su apertura de inventario se redujo por esta reserva, incrementándose de este modo en 750.000 dólares el beneficio anual declarado. Sin embargo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores solicitó que esto se corrigiera en su declaración de registro de valores y que se anotara tal cantidad en el patrimonio neto y no en los ingresos.

Por otro lado, Swift and Company redujo en 16.767.000 dólares las ganancias declaradas en los ejercicios fiscales de 1933 a 1935, cantidad que quedó como reserva para la disminución de los inventarios. En 1938 se produjo esta esperada disminución pero la empresa, en lugar de utilizar esta reserva para poder reducir ingresos, cargó todas las pérdidas contra las operaciones del ejercicio y después transfirió 11.000.000 dólares de la reserva directamente al superávit. En este caso excepcional, el ingreso neto del periodo de seis años, entre 1933 y 1938, fue *infravalorada*, ya que, de hecho, ciertas cantidades se sacaron de los ingresos y fueron

traspasadas al superávit.³²⁸

Otros elementos de la contabilidad de existencias. Aquel que se dedique a estudiar informes de sociedades debe familiarizarse con dos cambios en la práctica contable del manejo de inventarios que son admisibles. Como es sabido, el procedimiento normal consiste en valorar el inventario al cierre del ejercicio al menor del coste y el valor de mercado (valor neto realizable). El «coste de los bienes vendidos» se obtiene, en este caso, sumando compras al inventario inicial y restando el inventario de cierre, que se valore como se ha dicho anteriormente.

Últimas entradas, primeras salidas. La primera variación del método LIFO (Last-In, First-Out) consiste en considerar como coste de los bienes vendidos el importe pagado por los lotes *adquiridos recientemente*. La teoría que se halla tras este método es que el precio de venta de un comerciante está principalmente relacionado con el precio de reposición o el coste reciente del artículo vendido. Un hecho que tiene importancia solo cuando se producen cambios sustanciales en los valores unitarios de un ejercicio a otro y no puede afectar a las ganancias totales declaradas de un período largo, sino solo a la distribución de resultados de un año a otro; además, puede ser de utilidad para reducir el impuesto sobre sociedades, ya que se evitan las alternancias de pérdidas y ganancias debidas a las fluctuaciones de la valoración de las existencias.³²⁹

Método de valoración de inventario normal o de inventario básico. En los últimos años un número considerable de empresas ha aplicado el método más radical de minimizar las fluctuaciones debidas a los valores de existencias. Este método se basa en la teoría de que la empresa debe tener regularmente una cierta cantidad de existencias físicas o materiales y de que no hay razón para variar de año en año —debido a los cambios del mercado— el valor de esas «existencias normales», excepto el valor de fábrica según la subida o bajada del índice de precios, reflejando este cambio en las operaciones del ejercicio. Con el fin de permitir que el inventario básico incluya una cifra invariable, la práctica consiste en rebajar notablemente el nivel del precio unitario, tanto que no sería nunca necesario reducirlo aún más para alcanzar al valor neto realizable.

En 1913 la National Lead Company ya aplicó éste método a los tres productos integrantes principales de su stock: plomo, estaño y antimonio. El método fue posteriormente adoptado también por la American Smelting

³²⁸ Las estadísticas oficiales han vuelto a presentar las memorias anuales de Swift enumerando los gastos debidas a la reducción de existencias como cargos al *patrimonio neto*.

³²⁹ En un principio, las leyes tributarias de 1938 y 1939 que se aplicaron a partir de 1939, permitieron a las corporaciones usar el método denominado «Last-In, First-Out». En la nota 48 del Apéndice se da un ejemplo hipotético que ilustra la diferencia entre los dos métodos de valoración de inventarios.

and Refining Company y por la American Metal Company. Algunas de las fábricas de algodón de Nueva Inglaterra siguieron una política parecida antes de que se produjera el derrumbe del mercado del algodón de 1930, pues llevaron a sus precios más bajos el algodón en rama y sus procesados. Tras haber seguido una política similar de 1933 a 1935, la Plymouth Cordage Company adoptó, en 1936, el método de existencias normales de inventario. Para ilustrar este caso de manera concreta, aportamos los datos relativos a esta empresa de los ejercicios de 1930 a 1939 en la nota 49 del Apéndice.

Gastos por parada de planta» Los costes de bienes inactivos se cargan casi siempre contra los ingresos. En 1932 muchas cuentas de resultados asignaron gastos sustanciales bajo este epígrafe.

Ejemplos. La empresa Youngstown Sheet and Tube declaró 2.759.000 dólares en concepto de «gastos de mantenimiento, seguros e impuestos de las plantas, minas y otras propiedades en parada». Stewart Warner Corporation siguió en 1932 esta política especial de cargar al patrimonio neto, en lugar de a la cuenta de resultados, la cantidad de 309.000 dólares en concepto de «amortización de las instalaciones de fábrica no usadas para la producción del ejercicio». El informe de 1938 elaborado por la Botany Worsted Mills incluía un cargo en la cuenta de resultados de 166.732 dólares, calificado de modo pintoresco como «coste de ociosidad».

El analista puede considerar adecuadamente el gasto por parada de planta dentro de una categoría diferente de los cargos ordinarios contra ingresos. En teoría, por lo menos, estos gastos deberían ser temporales y por ello excepcionales. Es presumible que la dirección de la empresa dé por zanjadas estas pérdidas en cualquier momento deshaciéndose de la propiedad o abandonándola. Si la empresa elige gastar dinero, para continuar con estos activos con la esperanza de que su futuro valor justificará el gasto, no parece razonable considerar estos activos como una deuda permanente, es decir, como un lastre para la rentabilidad de la empresa, puesto que provoca que el valor de las acciones sea considerablemente menor que si estos «activos» no existieran.

Ejemplo. Las implicaciones prácticas de este aspecto quedan ilustradas con el caso de la compañía New York Transit, dedicada al transporte por oleoducto. En 1926, la empresa perdió todo el negocio que anteriormente le generaba su oleoducto principal debido a la competencia, y este se convirtió inmediatamente en «planta parada». La amortización, los impuestos y otros gastos de sus bienes fueron tan elevados que absorbieron los beneficios de otros activos rentables de la compañía (que consistían en un oleoducto más pequeño e inversiones en obligaciones

negociadas). Esto generó una aparente pérdida neta y ocasionó que se omitiera el reparto de dividendos. Como consecuencia, el precio de la acción bajó hasta una cifra muy alejada de las posiciones de efectivo de la empresa y de los títulos negociables por sí solos. En esta estimación, sin demasiado sentido, del mercado bursátil, el bien inactivo fue considerado como un equivalente de una grave y permanente deuda.

En 1928, sin embargo, los directivos tomaron la decisión de poner término a esta pesada carga y lograron vender por una sustanciosa suma de dinero el oleoducto que no se usaba. Posteriormente, los accionistas recibieron un reparto extraordinario de dividendos en efectivo de 72 dólares por acción (casi el doble de la media del precio de mercado que había en 1926 y 1927), y todavía mantenían la propiedad de un provechoso negocio que vio reactivados sus dividendos ordinarios. Por el contrario, si no hubieran conseguido dinero por la propiedad inactiva, su mero abandono les hubiera llevado a un considerable incremento del valor de las acciones.

Este es un ejemplo extraordinario, aunque extremo, de la utilidad práctica del análisis de inversiones para detectar discrepancias entre el valor intrínseco y el precio de mercado. Es típico referirse con gran respeto al «frío veredicto del mercado», como si este representara de manera invariable el complejo juicio de unas mentes calculadoras, bien informadas y de perspicacia insuperable. Con frecuencia, sin embargo, estas estimaciones están basadas en simple psicología de masas, en razonamientos imperfectos y en el examen más superficial que pueda haber de una información insuficiente. Por su parte, el analista es incapaz de corregir con eficacia o aprovecharse de estos errores generalizados, por la sencilla razón de que las condiciones circundantes cambian tan rápidamente que sus propias conclusiones pueden resultar inaplicables antes de que pueda sacar provecho de ellas. Salvo casos excepcionales, como ilustran los anteriores ejemplos, los hechos y la lógica pueden definirse lo suficientemente bien como para garantizar un elevado grado de confianza en el valor práctico de su análisis.

Gastos diferidos. Un negocio incurre a veces en gastos que bien pueden considerarse aplicables a los ejercicios siguientes más que al período de doce meses en que se efectuó el desembolso. En este epígrafe podrían incluirse los siguientes:

- Gastos de organización (costas legales, etc).
- Gastos de transporte.
- Gastos de desarrollo (destinados a nuevos productos o procesos, también por la apertura de una mina, etc.).

- Descuentos sobre la venta de obligaciones.

Si se utilizan métodos contables autorizados, estos costes se reparten durante un período de años estimado. Dichas cantidades se consideran un gasto anticipado en el balance, que es amortizado totalmente por cargos anuales contra los beneficios. En el caso de los descuentos sobre obligaciones, el período queda fijado por la emisión; los gastos para la explotación de una mina se distribuyen de manera similar sobre la base del tonelaje extraído. Para la mayoría del resto de partidas, la cantidad de años se calcula de manera arbitraria, cinco años suele ser una cifra habitual.

Con la finalidad de aligerar los beneficios presentados de estos gastos anuales, se ha convertido en una práctica habitual el hecho de amortizar ese gasto aplicable a futuros ejercicios como un simple cargo contra el patrimonio neto. En teoría, esta práctica es inapropiada, porque da lugar a una infravaloración de los gastos de explotación durante los años siguientes y, por lo tanto, a una exageración del ingreso neto. Por poner un ejemplo, si se pagaran por adelantado diez años del salario del presidente de la empresa y todo este desembolso se cargara al superávit como una «partida extraordinaria», está claro que las ganancias del siguiente período estarían, en consecuencia, sobrevaloradas.³³⁰ Existe también el peligro de que al repetirse con frecuencia cierto tipo de gastos, como son las campañas publicitarias o los costes para desarrollar nuevos modelos de automóviles, estos puedan omitirse de la cuenta de resultados y ser designados como gastos diferidos e imputados contra el patrimonio neto.³³¹ Por lo general, las cantidades involucradas en estas transacciones contables no son lo bastante importantes como para justificar que el analista de inversiones haga un trabajo con ellas. El análisis de inversiones es una práctica rigurosa, y no debe detenerse mucho tiempo con cuestiones que posiblemente no influirán en su criterio final. Sin embargo, a veces estas partidas pueden adquirir una considerable importancia.

Ejemplos. La compañía Kraft Cheese, unos años antes de 1927, traspasó una parte sustancial de sus pagos por publicidad como gastos diferidos para que quedaran absorbidos en las operaciones de los años siguientes. En 1926, gastó cerca de 1.000.000 dólares en publicidad y cargó solo la mitad de esta cantidad como ingresos ordinarios. Sin embargo, ese mismo año, el saldo de ese gasto fue deducido del

³³⁰ Véase nota 50 del Apéndice, en la que se detallan los métodos financieros aplicados por la empresa Interstate Department Stores de 1934 a 1936, y que, de alguna manera, se asemejan al caso hipotético explicado anteriormente.

³³¹ Se aduce una objeción similar a la práctica de cargar contra el patrimonio neto las pérdidas en las que se incurre al cerrar unidades de una cadena de tiendas. *Ejemplo:* el cargo de 326.000 dólares hecho con este propósito por la compañía F.G. Shattuck en 1935. Esto podría parecer un gasto periódico de las cadenas comerciales, ya que con frecuencia incorporan y cierran sucursales.

patrimonio neto, y además una suma adicional de 480.000 dólares fue abonada en la cuenta de patrimonio neto para cancelar el saldo que se arrastraba de años anteriores como gasto diferido. Por ello, la empresa pudo presentar a sus accionistas la suma de 1.071.000 dólares como beneficios del ejercicio de 1926. No obstante, cuando al año siguiente sacó a Bolsa más acciones, consideró necesario adoptar una base de declaración de ingresos menos cuestionables para la Bolsa de Nueva York, de manera que el beneficio de 1926 se replanteó y quedó en 461.296 dólares, en lugar de 1.071.000 dólares.

El informe de 1932 de la compañía International Telephone and Telegraph mostraba varios *cargos contra el patrimonio neto* que sumaban 35.817.000 dólares e incluían lo siguiente: «Cancelación de gastos diferidos que, a día de hoy, no son de valor tangible, aunque originalmente se colocaron para que fueran amortizados durante años de acuerdo con los principios administrativos convencionales: 4.655.696 dólares». La empresa Hudson Motor Car cargó las siguientes partidas (entre otras) como patrimonio neto en lugar de como ingreso durante 1930 y 1931.

1930	Adaptación especial de herramientas y materiales para el desarrollo de nuevos modelos.....	2.226.000 \$
1931	Reserva para herramientas especiales..	2.000.000
	Reestructuración del equipo de fábrica.....	633.000
	Publicidad especial.....	1.400.000

En 1933, la empresa Hecker Products —en aquel entonces entonces llamada Gold Dust Corporation— asignó la cifra de 2.000.000 de dólares del patrimonio neto como reserva del «coste neto de introducción y explotación de nuevos productos». Cerca de las tres cuartas partes de esta cantidad fueron gastadas en el período de 1933 a 1936, y el saldo se transfirió después como «reservas generales y para eventualidades».

El objetivo de estas prácticas contables es aliviar los beneficios declarados de los gastos con los que los cargan muchas empresas habitualmente, y que no deberían cargarse en ningún caso a cuenta de los beneficios durante un corto período de tiempo.

Amortización de bonos con descuento. Los bonos son normalmente emitidos por determinadas empresas a un precio muy por debajo de su valor nominal para conseguir dinero en efectivo. El descuento que experimentan es parte del coste del dinero que reciben como empréstito, es decir, parte de la carga del interés, y deben ser amortizados durante el tiempo para el cual han sido emitidos, mediante un cargo anual contra los beneficios, que se incluye en el informe de abono de intereses. Anteriormente se consideraba «conservador» registrar estos gastos de las

obligaciones con un simple cargo al patrimonio neto, con el fin de no mostrar entre los activos del balance una partida tan intangible. Más recientemente, sin embargo, estos registros contra el patrimonio neto se han hecho muy populares por la razón contraria, esto es, para eliminar futuras deducciones anuales de los beneficios y, de esa manera, hacer que las acciones resulten más «valiosas».

Ejemplo: En 1932 la Associated Gas and Electric Company imputó con cargo al patrimonio neto la cantidad de 5.892.000 dólares para reducir el «descuento de deudas y gastos».

Esta práctica ha despertado muchas críticas últimamente tanto en la Bolsa de Valores de Nueva York como en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Como consecuencia de estas objeciones, algunas empresas han cambiado sus cargos al superávit anteriores y están registrando de nuevo cada año los gastos financieros de los bonos con cargo a los beneficios.³³²

³³² Véase el cambio de la práctica contable de la Northern States Power Company (Minnesota) después de una controversia sobre este asunto, en relación con el registro de una emisión de obligaciones en 1984. (La cantidad total implicada estaba por encima de los 8.000.000 de dólares.) Cabe mencionar también que incluso las empresas con *obligaciones rescatables* han sido requeridas para que efectúen un cargo anual contra los beneficios mientras esté pendiente el reembolso de la emisión. (Véase el ejercicio de 1936 de la Columbia Gas and Electricity Company.)

Parece que algunos de los reembolsos de obligaciones de los últimos años han supuesto un ahorro neto del interés sorprendentemente pequeño cuando se considera en el cálculo el pago de la prima por retirar la emisión antigua. Quizá la explicación de alguna de estas operaciones reside en el hecho de que (1) la empresa puede cargar al patrimonio neto tanto el pago de la prima como el saldo del descuento original, aligerando así a los futuros beneficios de esta carga real; y (2) estas dos partidas han podido imputarse a los beneficios sujetos al impuesto sobre sociedades, reduciendo así sustancialmente este impuesto y aumentando los beneficios *aparentes* del ejercicio.

Capítulo 33

Manipulaciones para falsear la cuenta de resultados. Ganancias de filiales

Un claro ejemplo de una cuenta de resultados abultada. En raras ocasiones, las administraciones de las empresas abultan las cuentas de resultados con partidas que no existen realmente en los ingresos. Quizá uno de los más flagrantes ejemplos del que tenemos conocimiento puede observarse en los informes de 1920 a 1930 de la Park and Tilford, Inc., una empresa cuyas acciones cotizaban en la Bolsa de Valores de Nueva York. En los mencionados ejercicios, la compañía presentó su beneficio neto del siguiente modo:

1929	1.001.130 \$ = 4,72\$ por acción
1930	124.563 \$ = 0,57 \$ por acción

Un análisis del balance indica que durante estos dos ejercicios la partida de fondo de comercio y marcas registradas estuvo sobrevalorada, primero con la cifra de 1.000.000 de dólares después con 1.600.000 dólares y por último con 2.000.000 de dólares, y que estos incrementos eran deducidos de los gastos del período. El carácter extraordinario de esta cuenta se pudo observar mediante un estudio del balance basado en tres fechas, tal como se muestra en la página siguiente.

Estas cifras muestran una reducción de 1.600.000 dólares en el capital circulante de quince meses, 1.000.000 dólares más que los dividendos pagados en efectivo. Este descuadre fue conciliado con la sobrevaloración de 1.000.000 dólares del fondo de comercio y marcas registradas. La empresa no se dignó a presentar a los accionistas a través del informe anual ningún estado relativo que hiciera referencia a estas increíbles entradas, ni tampoco lo presentó a la Bolsa de Valores de Nueva York cuando solicitó posteriormente la admisión de su cotización en Bolsa.

En respuesta a una solicitud individual, sin embargo, la empresa declaró que esas cantidades añadidas al fondo de comercio y marcas registradas representaban los desembolsos destinados a publicidad y otros esfuerzos de ventas para impulsar el negocio de su filial Tintex Company Inc.³³³

³³³ En la memoria de 1930 se cambió en la redacción del balance el epígrafe «Fondo de

TABLA 33.1
Park and Tilford, Inc.

Balance	30 septiembre 1929	31 diciembre 1929	31 diciembre 1930
Activos:			
Activos no corrientes	1.250.000 \$	1.250.000 \$	1.250.000 \$
Gastos diferidos	132.000	163.000	32.000
Fondo de comercio y marcas registradas	1.000.000	1.600.000	2.000.000
Capital neto circulante	4.797.000	4.080.000	3.154.000
Pasivos:			
Hipotecas y obligaciones	2.195.000	2.195.000	2.095.000
Capital y reservas	4.984.000	4.898.000	4.341.000
Activo, pasivo y patrimonio neto total	7.179.000 \$	7.093.000 \$	6.436.000 \$

Ajuste de beneficios	Primeros 9 meses 1929	Últimos 9 meses 1929	Ejercicio 1929	Ejercicio 1930
<i>Beneficios por acción declarados</i>	929.000 \$	72.000 \$	1.001.000 \$	125.000 \$
Dividendos en efectivo pagados	463.000	158.000	621.000	453.000
Cargos contra el patrimonio neto				229.000
Aumentos en patrimonio neto	466.000	<i>Reducción</i> 86.000	380.000	<i>Reducción</i> 557.000
<i>Beneficios por acción regularizados</i> (sin el incremento de intangibles y deduciendo cargos al patrimonio neto)	929.000	528.000(d)	401.000	504.000(d)

La imputación del gasto ordinario de publicidad a la cuenta de fondo de comercio es inadmisibles según las normas aceptadas de contabilidad; y hacerlo sin comunicárselo a los accionistas es aún más deshonesto. Y todavía hay más, resulta difícil de creer que Park and Tilford hubiera podido gastarse con esa finalidad la cantidad de 600.000 dólares en los *tres meses* que van del 30 de septiembre hasta el 31 de diciembre de 1929. Por eso, esta entrada conlleva una doble imputación en los ingresos ordinarios

Comercio y marcas registradas» por «Fondo de Comercio y marcas registradas de Tintex». En 1939 la partida de Fondo de Comercio fue eliminada y la cantidad de 1.000.000 de dólares que en 1920 y 1930 había sido sobrevalorada sin un desembolso correlativo de dinero, fue deducida del patrimonio neto ganado.

por desembolsos realizados en un período anterior, y en ese punto los resultados del cuarto trimestre de 1929 podrían haber sido desvirtuados de manera clara. No es necesario decir que en las cuentas anuales de esta empresa no se adjuntaba ningún informe de auditoría.

El balance y el impuesto sobre sociedades como controles del estado de resultados. El caso de Park and Tilford muestra la necesidad de contar con un análisis de la cuenta de resultados para poder examinar los datos del balance. Teniendo en cuenta la ingenuidad con que Wall Street aprueba los ingresos y los beneficios por acción declarados, este es un tema en el que no se debe insistir demasiado. A través de este ejemplo vemos que es conveniente también un control adicional sobre la fiabilidad de las cuentas de explotación publicadas, es decir, a través de la cantidad devengada en el impuesto federal sobre sociedades. El beneficio fiscal puede calcularse fácilmente del devengo procedente del impuesto sobre sociedades devengado, y esta ganancia debe ser comparada, a su vez, con los beneficios declarados a los accionistas. Las dos cifras puede que no sean necesariamente las mismas, ya que la complejidad de las leyes fiscales podría dar lugar a varias divergencias.³³⁴ Sin embargo, no estamos sugiriendo con esto que debemos reconciliar a toda costa las cantidades sino que debemos registrar todas aquellas diferencias importantes para que puedan ser objeto de una investigación más profunda.

En este sentido, las cifras de Park and Tilford nos proporcionan unos resultados sugerentes, tal como podemos observar en la tabla de la página siguiente.

La estrecha correspondencia entre el impuesto devengado y el ingreso declarado durante el primer periodo hace más notable la discrepancia posterior. Dichas cantidades hacen que nos cuestionemos la veracidad de los informes presentados a los accionistas de 1927 a 1929, período en el que aparentemente la manipulación sobre las acciones seguía llevándose a cabo.

Este y otros ejemplos examinados sobre el mismo tema indican, de manera contundente, la necesidad de que contables colegiados realicen auditorías independientes de los estados financieros de sociedades. Puede sugerirse también que los informes financieros anuales incluyan un informe detallado de los beneficios netos declarados a los accionistas y del beneficio neto sobre la que se ha pagado el impuesto federal. En nuestra opinión, sería conveniente que se prescindiera de la información relativa a cuestiones menos importantes que aparecen en los requisitos de registro de los estados financieros, aunque el análisis de inversiones avanzaría

³³⁴ Véase en la nota 51 del Apéndice un breve resumen de estas divergencias.

enormemente si, a cambio de ello, la Comisión Nacional del Mercado de Valores requiriese dicha conciliación de cuentas.

Período	Impuestos federales devengados	Porcentaje del tipo impositiva	Beneficio neto antes del impuesto federal	
			A. Según indica el impuesto devengado	B. Según declarado a los accionistas
5 meses hasta diciembre de 1925	36.881 \$	13	283.000 \$	297.000 \$
1926	66.624	13 1/2	493.000	533.000
1927	51.319	13 1/2	380.000	792.000
1928	79.852	12	665.000	1.315.000
1929	81.623*	11	744.000	1.076.000

* Incluidos los 6.623 \$ adicionales pagados en 1931.

Otro caso extraordinario de cuentas manipuladas. Una contabilidad tan caprichosa y extraordinaria como la de Park and Tilford, aunque con una influencia menor sobre los beneficios declarados, fue la que realizó la empresa United Cigar Stores Company of America durante los ejercicios de 1924 a 1927. La «teoría» que respaldaba sus registros contables fue explicada por la compañía, por primera vez, en mayo de 1927 en una solicitud para cotizar en Bolsa que recogía lo siguiente.³³⁵

La empresa posee cientos de arrendamientos sobre edificios comerciales en las principales ciudades de Estados Unidos que no se anotaron en los libros. Como consecuencia, fueron estimados por la empresa y por la firma F.W. Lafrentz, peritos contables de la ciudad de Nueva York, como un excedente de 20.000.000 de dólares.

Desde entonces, el consejo de administración autorizó que cada tres meses se anotara entre los activos de la empresa una parte de esta valoración y, por lo tanto, de la capitalización, como dividendos pagables en acciones ordinarias a la par sobre la base de la publicación trimestral de acciones ordinarias de un 1 1/4% de las acciones ordinarias emitidas y en circulación.

Todo el excedente de capital que se creó de esta manera quedó

³³⁵ Ver la solicitud, con fecha 18 de mayo de 1927, hecha a la Bolsa de Valores de Nueva York para cotizar en Bolsa el 6% de las acciones preferentes acumuladas de la United Cigar Stores Company of America (Solicitud #A-7552).

absorbido por la emisión de acciones ordinarias a la par por una cantidad igual y, como consecuencia, sin formar parte del patrimonio neto de la empresa. Aparte de ese excedente de capital así originado, no fueron declarados dividendos en efectivo.

El presente valor estimado de estos derechos de arrendamiento, por emplear la misma valoración que en 1924, es más del doble del valor que se refleja ahora en los libros de la empresa.

El efecto de incluir la «plusvalía de los arrendamientos» en los beneficios se muestra así:

Ejercicio	Resultados declarados	Devengado por acción ordinaria (25 \$ a la par)	Fluctuación del mercado (25 \$ a la par)	Cantidad de plusvalía de los arrendamientos incluida en los beneficios	Devengado por acción ordinaria excluyendo la plusvalía del arrendamiento
1924	6.697.000 \$	4,69 \$	64-43	1.248.000 \$	3,77 \$
1925	8.813.000	5,95	116-60	1.295.000*	5,05
1926	9.855.000	5,02	110-83	2.302.000	3,81
1927	9.952.000†	4,63	100-81	2.437.000	3,43

* En 1925, el 5% del dividendo pagado en acciones ascendía a 1.737.770 dólares. Existe una diferencia entre las dos cifras que no se explica y que en los otros ejercicios es idéntica.

† Excepto la devolución de los impuestos federales por valor de 229.017 dólares aplicable a los años anteriores.

A juzgar por la inclusión de la plusvalía sobre el arrendamiento en los ingresos ordinarios de la United Cigar Stores, deberían tomarse en cuenta algunas consideraciones:

1. Los derechos de arrendamiento son tanto pasivos como activos. Pagar una renta por los locales ocupados constituye una obligación. Resulta bastante paradójico que estos arrendamientos de la United Cigar Stores le llevaran finalmente a la bancarrota.
2. Si asumimos que los arrendamientos puedan adquirir un valor en capital para quien ocupa el local, este se trata de un valor altamente intangible, por lo que va contra cualquier principio contable aumentar el valor por encima del coste actual de los intangibles de un balance.
3. Si debe aumentarse el valor de cualquier activo fijo, dicha mejora debe ser abonada como patrimonio neto. Bajo ningún concepto puede considerarse como *ingreso*.

4. La plusvalía de 20.000.000 de dólares de los arrendamientos de la empresa United Cigar Stores produjo antes de mayo de 1924, sin embargo, esta cantidad fue *tratada como ingreso en los ejercicios siguientes*. De esta manera no había conexión entre la plusvalía de 2.437.000 dólares, que se incluyó en las ganancias de 1927, y las operaciones o evoluciones del ejercicio.³³⁶ financiado por una capitalización adicional, los beneficios por acción de la United Cigar Stores no mostraron una tendencia progresiva.
6. Sea cual sea el valor de los arrendamientos, este debe ser amortizado durante el término del arrendamiento. Si los inversores de la United Cigar Stores estuvieron pagando un alto precio por las acciones a causa de los beneficios producidos por estos valiosos arrendamientos, debería *deducirse* un fondo de los beneficios con el fin de amortizar este valor capitalizado para cuando este desaparezca con la expiración de los arrendamientos.^{337 338}

La compañía United Cigar Stores siguió amortizando sus arrendamientos en base a su *coste original*, lo que prácticamente no era nada.

Lo más sorprendente de todo esto es que el efecto de la revalorización de los valores de los arrendamientos —si esto se daba— debería haber sido reducir los consiguientes beneficios de explotación por un aumento del coste de amortización.

7. El abultamiento de los ingresos de la United Cigar Stores de 1924 a 1927 se hizo más censurable debido al ocultamiento de estos datos en los ejercicios que se hicieron públicos a los accionistas.⁵ La revelación de estos datos esenciales a la Bolsa de Valores de Nueva York se realizó prácticamente tres ejercicios después de que hubieran iniciado esta práctica. La empresa pudo haber sido forzada a hacerlo por consideraciones legales ocasionadas por la venta pública, en aquel tiempo, de una nueva emisión de acciones preferentes suscrita por grandes entidades financieras. En el ejercicio siguiente, la empresa dejó de aplicar la política de incluir la revalorización de los arrendamientos en los beneficios.

336 Si los inmuebles arrendados vieron incrementado su valor, el efecto debería verse también en los importantes beneficios generados por su buena ubicación. Cualquier otra interpretación que se dé de este incremento significaría contar dos veces este valor. Sin embargo, al conceder prórrogas al negocio

337 Este asunto será tratado más adelante en otro capítulo.

338 Los informes declaraban el «beneficio neto del ejercicio, incluyendo la mejora de los valores de los arrendamientos» (se daba la cantidad más reciente), pero no se aportaba ninguna indicación de que esta mejora había sido computada arbitrariamente ni de que había tenido lugar en los ejercicios precedentes.

Estas maniobras contables de la United Cigar Stores pueden describirse como una *inexplicable* inclusión en los ingresos ordinarios de la revalorización *imaginaria* de un activo *intangibile* —activo que en realidad es un *pasivo*—, incremento originado en un período anterior y del propio efecto de la revalorización que debería haber reducido las subsiguientes ganancias percibidas en virtud de costes de amortización más altos.

El impuesto federal sobre sociedades descrito en el ejemplo de Park and Tilford, nos proporcionará resultados interesantes si lo aplicamos a la United Cigars Stores, tal como puede verse en la siguiente tabla.

Conclusión de los ejemplos anteriores. Del caso de la United Cigar Stores puede extraerse una conclusión de considerable utilidad práctica. Cuando una empresa lleva a cabo políticas contables dudosas, el inversor debe eludir todos sus títulos, sin importar lo seguros o atractivos que puedan parecerle. Esto queda bien ilustrado en el caso de las acciones preferentes de la United Cigar Stores, que registraron durante muchos años una espectacular revalorización pero a las cuales, más tarde, le faltó poco para extinguirse. Los inversores que confrontaron la extraña contabilidad referida anteriormente, creyeron que la emisión era todavía muy sólida porque, cuando se corrigió la sobreestimación de las ganancias, el margen de seguridad era, por supuesto, muy amplio. Sin embargo, dicho razonamiento es engañoso. No puede hacerse una deducción cuantitativa teniendo en cuenta una administración poco escrupulosa; la única manera de tratar estas situaciones es evitándolas.

Ejercicio	Provisión para pago de impuestos federales	Beneficios antes de impuestos		
		A. Señalado en la provisión de impuestos	B. Declarado a los accionistas	C. Declarado a los accionistas menos la revalorización de los arrendamientos
1924	700.000 \$	5.600.000 \$	7.397.000 \$	6.149.000 \$
1925	825.000	6.346.000	9.638.000	8.343.000
1926	900.000	6.667.000	10.755.000	8.453.000
1927	900.000	6.667.000	10.852.000*	8.415.000*
1928	700.000	5.833.000	9.053.000	9.053.000
1929	13.000	118.000	3.132.000†	3.132.000†
1930	ninguna	ninguna	1.552.000	1.552.000

* Eliminada la devolución de impuestos de 229.000 dólares evidentemente aplicable a ejercicios anteriores.

† Después de una compensación. Esto también se declaró como 2.947.000 dólares.

Valores ficticios cargados a los dividendos percibidos de acciones.

De 1922 en adelante, la mayoría de las acciones ordinarias de la United Cigar Stores estuvo en manos de la Tobacco Products Corporation, una empresa del sector. Esta era una compañía importante cuyas acciones, en 1926 y 1927, se cotizaban en el mercado a un promedio superior a 100.000.000 de dólares. La contabilidad de Tobacco Products introducía otro modo de abultar la cuenta de resultados que consistía en realizar una valoración ficticia de los dividendos percibidos de acciones.

Durante el ejercicio de 1926, la lectura de la cuenta de explotación fue la siguiente:

Beneficio neto.....	10.790.000 \$
Impuesto sobre sociedades.....	400.000
Dividendo clase A	3.136.000
Saldo de acciones ordinarias.....	7.254.000
Ganancia por acción	11
Fluctuación del valor de mercado de las acciones ordinarias	117-95

Nunca se ha publicado una información detallada relativa a los negocios de la empresa durante ese periodo (incomprensiblemente, la Bolsa de Valores de Nueva York estaba dispuesta a aceptar la cotización en Bolsa de nuevas acciones con informes dudosos). Sin embargo, hay la siguiente información como para afirmar que el beneficio neto se calculó de la siguiente manera:

Ingresos en concepto de arrendamientos de los activos a la compañía Amercian Tobacco.....	2.500.000\$
Dividendos en efectivo de las acciones ordinarias de la United Cigar Stores (80% del total pagado).....	2.950.000
Dividendos de acciones ordinarias de la United Cigar Stores (valor a la par de 1.840.000\$). menos gastos.....	<u>5.340.000</u>
	10.790.000\$

Sin duda, la compañía Tobacco Products tuvo que haber valorado los dividendos de acciones percibidos de la United Cigar Stores por lo menos al triple de su valor nominal, es decir, tres veces el valor al que la United

Cigar lo cargaba contra el patrimonio neto. Presumiblemente, el fundamento de la valoración realizada por la Tobacco Products fue el precio de mercado de la United Cigar Stores, cuya cifra fue fácilmente manipulada debido a la pequeña cantidad de acciones que no estaban en manos de la Tobacco Products.

Cuando una sociedad posee acciones de otra lleva a su cuenta de resultados los dividendos de acciones percibidos a un valor mayor del que les ha asignado la filial que las paga, se obtiene una forma particularmente peligrosa de ganancias con efecto cascada. A principios de 1929, la Bolsa de Valores de Nueva York hizo severas regulaciones para prohibir dicha práctica. (Para una mayor información, véase el capítulo 30). En el caso de la Tobacco Products, esta maniobra era especialmente objetable porque el dividendo de acciones fue emitido como un elemento ficticio de las ganancias, es decir, como una plusvalía de los valores arrendados. Debido a una explotación sin escrúpulos del mecanismo de la sociedad de cartera, estas ganancias imaginarias se triplicaron de manera espectacular.

Sobre la base de las ganancias consolidadas, el informe de la Tobacco Products en 1926 se podría interpretar de la siguiente manera:

Ingresos por arrendamientos de la American Tobacco Co., menos impuesto sobre sociedades, etc.....	2.100.000 \$
80% de los beneficios por acciones ordinarias de United Cigar Stores	<u>6.828.000</u> "
	7.928.000 \$
Dividendos clase A.....	<u>3.136.000</u>
Saldo de acciones ordinarias.....	4.792.000 \$
Beneficios por acción.....	7.27 \$

"Excepto la revalorización de los arrendamientos.

Los beneficios declarados por las acciones ordinarias de la compañía Tobacco Products, a 11 dólares por acción, fueron sobrevalorados sin duda en aproximadamente un 50%.

Puede afirmarse como una máxima de Wall Street que donde hay una manipulación contable también habrá alguna que otra forma de manipulación en las acciones. La familiaridad con este tipo de métodos tan cuestionables ayudará al analista de inversiones, y quizá también al

público, a detectar estas prácticas.³³⁹

Filiales e informes consolidados

Bajo este título presentamos un segundo tipo de compensación de ganancias declaradas. Cuando una empresa controla una o más filiales importantes, necesita una cuenta de resultados consolidada para proporcionar una imagen exacta de las operaciones del ejercicio. Las cifras que solo presentan los resultados de la empresa matriz son incompletas y pueden ser bastante engañosas. Como hemos comentado anteriormente, la empresa puede estar infravalorando las ganancias si no muestra todos los beneficios ordinarios de las filiales, y también puede estar sobrevalorando los beneficios por no deducir las pérdidas de las filiales o por incluir en exceso los dividendos de estas con respecto a sus ingresos del ejercicio actual.

Prácticas pasadas y actuales. En años precedentes, la difusión de los resultados de las filiales era una cuestión libremente elegida por el consejo de administración y, en muchos casos, se ocultaban datos importantes.³⁴⁰ En alguna ocasión, con anterioridad a 1933, la Bolsa de Valores de Nueva York insistió, con respecto a las nuevas cotizaciones en Bolsa, que los resultados de las filiales debían ser presentados en el estado consolidado o por separado. Pero desde la aprobación de la ley de 1934, todas las empresas registradas deben facilitar esta información en sus informes anuales a la comisión, y, por eso, prácticamente todas siguen el mismo procedimiento a la hora de mostrar sus cuentas anuales a los accionistas.

Grado de consolidación. Incluso en los denominados «estados consolidados» el grado de dicha consolidación varía considerablemente. Woolworth consolidó sus filiales nacionales y canadienses pero no las que tenía en otros países. American Tobacco consolidó solo aquellas filiales nacionales de las que era completamente propietaria. Ahora muchos servicios públicos elaboran informes consolidados, incluyendo todas las compañías que controlan (por poseer la mayoría de los derechos de voto) y

³³⁹ Para evitar cualquier incongruencia sobre nuestros comentarios favorables, realizados en un capítulo anterior, sobre el 6V2 de la Tobacco Products Corporation, con vencimiento en 2022, debemos señalar que en 1930 se produjo un cambio total en la administración de la empresa. También se produjeron dos cambios en la gestión de la United Cigar Stores y su sucesora.

³⁴⁰ Sobre el debate del efecto engañoso de estas políticas financieras de tiempo atrás, véase las reténcias a la empresa Reading Company, Consolidated Gas Company (ahora Consolidated Edison Company), y Warren Brothers Company, en las pp. 380-381 de la primera edición de esta obra. Antes de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores lo legislara, muchas compañías ferroviarias no aportaban ninguna información de los beneficios de aquellas filiales ajenas al sector del transporte, algunas de las cuales eran bastante importantes. *Ejemplos:* Northern Pacific, Atchison.

deducen la parte de las ganancias atribuibles a terceros en el apartado del balance de «socios externos».³⁴¹ En el sector ferroviario los resultados aparecen raramente consolidados a menos que se disponga del 100% de la propiedad de la filial y que esta sea explotada como parte integral del sistema. Por ello, la Atlantic Coast Line no refleja su participación en los resultados después de los dividendos de la empresa Louisville y Nashville, en la que tenía un 51 % de participación, pero que operaba por separado. Lo mismo ocurre con el 53% del control de votos de la Wheeling and Lake Erie en poder de la Nickel Plate (New York, Chicago and St. Louis Railroad Company).

Provisión de pérdidas y ganancias no consolidadas. Actualmente es un procedimiento frecuente de las compañías industriales indicar, ya sea en la cuenta de resultados o con una nota a pie de página en dicha cuenta, su participación en los resultados de las filiales no consolidadas, previa dotación de previsión para dividendos.

Ejemplos. El informe de 1938 de la American Tobacco Company presentaba, con una nota a pie de página, los dividendos percibidos de filiales no consolidadas que excedían en 427.000 dólares a sus beneficios. Hercules Powder declaró, con una nota en el balance, unos datos similares de 257.000 dólares durante ese ejercicio, mientras que antes de 1937 había incluido su participación en los beneficios no distribuidos de esos participados en el apartado «otros ingresos». Las empresas ferroviarias manejan este tema de manera diferente. Atchison, por ejemplo, ahora presenta el balance completo y los datos de la cuenta de resultados de las filiales en un apéndice que forma parte de su propio informe, en el que continúa reflejando solo los dividendos percibidos de estas empresas.

El analista de inversiones debe ajustar los beneficios declarados en los resultados de las filiales no consolidadas, en el caso de que no se haya hecho todavía en la cuenta de pérdidas y ganancias y cuando las cantidades son relevantes. En este caso, el criterio no es tanto la cuestión técnica de control como la *importancia* de la participación.

Ejemplos. Por una parte, no es frecuente, ni tampoco consideramos que valga la pena hacer esos cálculos con respecto a las participaciones de la Union Pacific en la Illinois Central y otras empresas ferroviarias. Estas participaciones, pese a que son sustanciales, no tienen el suficiente peso como para afectar materialmente a las acciones ordinarias de la Union Pacific. La compensación, además, se muestra claramente en el caso de la

³⁴¹ La North American Company ha sido, de alguna manera, una excepción al consolidar solo filiales en las que participaba con al menos el 75%, aunque esto excluyera a dos empresas importantes en las que sus intereses, en 1939, eran del 73,5% y del 51% respectivamente.

propiedad de las acciones de la empresa Chicago, Burlington and Quincy por la Northern Pacific y de la Great Northern, en la que cada una no alcanza un interés mayoritario (48,6%).

Ejercicio	Beneficios por acción de Du Pont	Ajuste para reflejar el interés de Du Pont en los resultados de explotación de General Motors	Ajuste de beneficios por acción de Du Pont
1929	6,99 \$	+ 2,07 \$	9,06 \$
1930	4,52	+ 0,04	4,56
1931	4,30	- 0,51	3,79
1932	1,81	- 1,35	0,46
1933	2,93	+ 0,43	3,36
1934	3,63	+ 0,44	4,07
1935	5,02	+ 1,30	6,32
1936	7,53	+ 0,77	8,30
1937	7,25	+ 0,57	7,82
1938	3,74	+ 0,61	4,35

De forma similar, el interés de Du Pont en General Motors, que representa el 23% del total de la emisión, es sin duda lo bastante significativo como para efectuar el ajuste de sus beneficios para que se reflejen en los resultados de la General Motors. Esto es lo que cada año hace Du Pont en forma de un ajuste de patrimonio neto que refleja el cambio de los ejercicios anteriores en el valor contable de las participaciones de General Motors. Sin embargo, para el analista, sería preferible hacer el ajuste al mismo tiempo e incluirlo en el cómputo de beneficios de Du Pont. La tabla anterior muestra el efecto de estos ajustes en los beneficios de Du Pont, de 1929 a 1938.

Merece la pena prestar atención al informe de 1931 de la General Motors Corporation porque incluye un cómputo suplementario como el que se ha tratado en este capítulo y en el anterior, es decir, el que excluye los resultados especiales y extraordinarios e incluye los intereses de General Motors en los resultados de las filiales no consolidadas. El informe contiene el siguiente estado de los beneficios por acción durante 1931 y 1930:

TABLA 33.2
Beneficios por acción, incluyendo la participación
en los beneficios no repartidos o pérdidas de filiales no consolidadas

Ejercicio	Incluyendo partidas excepcionales	Excluyendo partidas excepcionales
1930	2,01 \$	2,43 \$
1931	3,25	3,04

Procedimiento sugerido para los departamentos de estadística. Si bien este procedimiento puede parecer que dificulta el informe, de hecho, constituye un antídoto saludable contra la excesiva simplificación del análisis de las acciones ordinarias a causa de tener como única preocupación el cálculo de los beneficios por acción. En sus análisis de sociedades, los manuales y los departamentos de estadística presentan los beneficios por acción. Sin embargo, serían mucho más útiles si omitieran el cálculo de estos beneficios por acción en todos aquellos casos en que los informes de la empresa parecieran presentar irregularidades o complicaciones en cualquiera de los siguientes sentidos y donde no pueda llevarse a cabo una corrección satisfactoria:

1. En virtud de las partidas extraordinarias incluidas en ingresos o por cargos al patrimonio neto que pertenecieran realmente a la cuenta de pérdidas y ganancias.
2. Porque los resultados ordinarios de las filiales no están reflejados de manera adecuada en los estados de la empresa matriz.
3. Porque la depreciación y los gastos de amortización están computados de forma irregular.³⁴²

Dividendos especiales pagados por filiales. Cuando las ganancias de las filiales no consolidadas se acumulan en sus cuentas de patrimonio neto, pueden emplearse más adelante para reforzar los resultados de un ejercicio negativo a través de unos especiales beneficios distribuidos a la compañía matriz. *Ejemplos.* Estos dividendos, que ascienden a 11.000.000 de dólares, fueron tomados por la Erie Railroad Company en 1922 de la Pennsylvania Coal Company y de la Hillside Coal and Iron Company. La Northern Pacific Railway Company consiguió, en 1930 y 1931, que le alcanzaran sus exhaustos ingresos mediante grandes cantidades de dinero tomadas de la Chicago, Burlington, and Quincy Railroad Company, la Northern Express Company, y la Northwestern Improvement Company,

³⁴² Las estadísticas no calculan los beneficios por acción si la amortización no ha sido deducida.

esta última una filial dedicada a los bienes inmuebles y a la explotación de carbón y hierro. En 1931, los beneficios de la New York, Chicago and St. Louis Railroad Company incluían el dividendo retroactivo de cerca de 1.600.000 en sus valores en cartera de la Wheeling and Lake Erie Railway Company Prior acciones preferentes, de los que solo una parte fueron obtenidos en ese ejercicio por la Wheeling.

Este artificio de ocultar los beneficios de una filial obtenidos en un buen ejercicio para echar mano de ellos en los malos tiempos puede parecer un método bastante razonable para estabilizar la rentabilidad declarada. Sin embargo, estas artimañas son desaprobadas por facciones más progresistas, tal como demuestran las recientes regulaciones de la Bolsa de Valores de Nueva York en las que se determina la completa inclusión de los beneficios de las filiales en los estados financieros. Es deber de la administración de la empresa difundir la verdad y toda la verdad sobre los resultados de cada periodo, y es responsabilidad de los accionistas deducir la «rentabilidad normal» de su empresa haciendo un promedio de las ganancias en las épocas de depresión y de prosperidad. Cualquier manipulación de los beneficios declarados por parte de los administradores es objetable, aunque sea por el deseable propósito de mantenerlas en un equilibrio estable, porque pueden llevar fácilmente a manipulaciones con intenciones más oscuras.

Beneficios ficticios a través de la relación empresa matriz-filial. Existen ejemplos que muestran cómo a través de la relación empresa matriz-filial pueden lograrse asombrosos falseamientos del beneficio declarado. Expondremos dos casos ilustrativos del sector ferroviario. Se trata de dos casos extraordinarios, pues con las restrictivas regulaciones contables de la Comisión interestatai de comercio cabría esperar que se hubiera podido prevenir cualquier tipo de declaración de beneficios ficticios.

Ejemplos. En 1925 la Western Pacific Railroad Corporation pagó unos dividendos de 7,56 dólares por acción preferente y de 5 dólares por acción ordinaria. Su cuenta de pérdidas y ganancias mostraba unos beneficios ligeramente superiores a los beneficios distribuidos. Dichos beneficios consistían, casi en su totalidad, en dividendos que se añadían a los 4.450.000 dólares recibidos de su filial operativa, la Western Pacific Railroad Company. Sin embargo, los beneficios del ejercicio de esta última fueron solo de 2.450.000 dólares, y su patrimonio neto acumulado fue, además, insuficiente para permitir mayores dividendos que los que la empresa matriz deseaba para hacer la declaración de sus ingresos del ejercicio. Para conseguir esto, la empresa matriz llegó al extremo de *donar* la suma de 1.500.000 dólares a la sociedad operativa e, inmediatamente, recuperó la misma cantidad como *dividendo* de su filial. La donación se

hizo con cargo a su *superávit* y el recibo de esa misma cantidad en dividendos fue declarado como *beneficios*. De este modo tortuoso pudo declarar 5 dólares de ganancia por cada acción ordinaria, cuando, de hecho, los beneficios distribuibles eran solo de unos 2 dólares por acción.

Para reforzar nuestra afirmación anterior de que las malas prácticas contables son contagiosas, debemos señalar que el ejemplo de 1925 de la Western Pacific fue seguido por la New York, Chicago, and St. Louis Railroad Company («Nickel Píate») en 1930 y 1931. Las circunstancias fueron las siguientes:

En 1919 Nickel Píate vendió, a través de su filial, sus valores en cartera de la Pere Marquette a la Chesapeake and Ohio, que también controlaba. Con esta venta obtuvo una ganancia de 10.665.000 dólares que se abonó adecuadamente al patrimonio neto. En 1930, Nickel Píate necesitó incrementar sus ingresos, por lo que tomó los 10.665.000 dólares de ingreso de su patrimonio neto y los devolvió a la tesorería de su filial, y luego extrajo de ahí 3.000.000 de dólares en forma de «dividendos» de su filial y los incluyó en sus ingresos de 1930. Un dividendo similar de 2.100.000 dólares fue anotado en la cuenta de pérdidas y ganancias de 1931.

Es probable que la empresa llevara a cabo estas insólitas operaciones por considerarlas necesarias para lograr establecer un beneficio neto lo suficientemente importante como para que las obligaciones de la compañía siguieran siendo acreditadas para inversiones en fondos fiduciarios.³⁴³

Sin embargo, el resultado fue el mismo que el del resto de prácticas contables engañosas, es decir, despistar al público y sacar provecho de ello.

Importancia general de las pérdidas de filiales. En este capítulo hemos sugerido que el análisis de inversiones debe tener en cuenta los resultados de las filiales, ya tengan pérdidas o ganancias. Sin embargo, la cuestión puede plantearse así del siguiente modo: ¿es la pérdida de una

³⁴³Un ejemplo extremo de este tipo puede verse en los ejercicios anuales de 1930 de la Wabash Railway Company y la Ann Arbor Railroad Company, y los comentarios a propósito del caso en la p. 1022 de *Moody's Manual of investments* (Steam Railroads), 1931. La Wabash poseía el 99% de las acciones ordinarias y preferentes de la Ann Arbor. En diciembre de 1930 los directivos de la Ann Arbor declararon 5 dólares de dividendos por acción preferente y 22 dólares de dividendos por acción ordinaria. Esto se realizó para hacer frente a un déficit de capital circulante y de beneficios netos disponibles de poco más del 10% de los dividendos declarados de ese modo. No se distribuyó nunca ningún dividendo. Sin embargo, esta maniobra permitió a la Wabash abonar a su cuenta de pérdidas y ganancias, hasta 1.073.455 dólares de su participación en los dividendos y declararlos como «ingreso por dividendos», lo que bastó para multiplicar la cobertura de costes fijos de la Wabash desde 1,3 hasta una cifra ligeramente superior a 1,5.

filial necesariamente una compensación contra los beneficios de la empresa matriz? ¿Por qué una empresa debe valer menos porque posea algo, en este caso, un interés no rentable? ¿No puede poner término cuando quiera a las pérdidas vendiéndola, liquidándola o incluso abandonando la filial? Así pues, suponiendo que la administración sea correcta, ¿no debemos dar por sentado también que las pérdidas de la filial son cuando menos temporales, por eso, son consideradas partidas extraordinarias más que deducciones de los beneficios normales?

Este tema es parecido al que hemos tratado en el capítulo anterior con respecto a los gastos por parada de planta y guarda relación también con la cuestión de las *divisiones* no rentables de una empresa, de las cuales hablaremos más adelante. No hay ninguna respuesta simple a las cuestiones que hemos planteado. Si realmente la filial pudiera acabar por no tener un *efecto adverso sobre el resto del negocio*, sería lógico considerar esas pérdidas como temporales. El sentido común nos advierte de que en poco tiempo la filial debería convertirse en rentable o bien habría que deshacerse de ella. No obstante si existe una estrecha colaboración de negocio entre la empresa matriz y la filial, si, por ejemplo, esta última consigue una salida para los bienes o suministra materias baratas o absorbe una importante parte de los gastos fijos, entonces acabar con sus pérdidas no resulta una cuestión tan simple. Puede ser que, tras un análisis más profundo, toda o una parte de la pérdida de la filial constituya un factor necesario para la ganancia de la empresa matriz. No se trata de una tarea fácil determinar qué relaciones de negocio están involucradas en cada caso. Como muchos otros elementos en el análisis de inversiones, este tema requiere, por lo general, ir bastante más allá de los números declarados. Los siguientes ejemplos ilustrarán el tipo de situación y de análisis que estamos tratando.

Ejemplo A. Purity Bakeries Corporation. Este gran fabricante de panadería y pastelería opera a través de ciertas filiales, una de las mayores es Cushman's Sons, Inc., de Nueva York. Cushman's tiene en circulación acciones preferentes acumulativas de 7 dólares y 8 dólares, no garantizadas por Purity. Los informes anuales de Purity están consolidados y presentan beneficios después de la deducción completa de los dividendos de aquellas acciones preferentes de Cushman que no pertenecen a Purity, ya sean devengados o distribuidos. Los informes de Cushman revelan por separado que entre 1934 y 1937 sus operaciones ocasionaron una pérdida considerable para Purity, en su base contable, es decir:

(En miles)

Ejercicio	Beneficio neto declarado de Purity	Pérdida de Cushman's después del total de dividendos preferentes	Beneficios de Purity excluyendo las operaciones de Cushman
1937	463 \$	426 \$	889 \$
1936	690	620	1.310
1935	225 (d)	930	678
1934	209	173	382
Promedio de 4 años	278	537	815
Por acción de Purity	0,36	0,71	1,06

Los beneficios, tal como hemos visto, deben ser tres veces superiores tanto si se excluye como si se incluye a Cushman's. ¿Podría el analista haber razonado que lo anterior proporciona la medida más auténtica del poder adquisitivo de Purity, en tanto que la empresa o bien puede otra vez ganar dinero con esa filial (tal como lo había hecho en el pasado hasta 1934) o bien deshacerse de ella? La cuestión de las relaciones interempresariales es un aspecto que debería tenerse en cuenta. Una nota en el informe financiero de Cushman's en 1937 señalaba que Purity le cobraba por los servicios prestados vinculados a las operaciones de las filiales de Cushman's, lo que sugiere que esta podría resultar de alguna utilidad extra para absorber los gastos generales. Este aspecto merecería una investigación exhaustiva.

Sin embargo, el informe de 1938, mostró, primero, que Cushman's había devengado la deducción del dividendo de acciones preferentes y, segundo, que habían sido cerradas dos fábricas al por menor que no eran rentables (en Filadelfia y en Chicago).

Por consiguiente, si el analista llevara a cabo una investigación posterior, observaría que las pérdidas de la filial eran de naturaleza no permanente y que los resultados declarados, de 1934 a 1937, no deben contemplarse sin tener este aspecto presente.

Ejemplo B. Lehigh Coal and Navigation Company. Esta empresa obtenía sus ingresos de varias fuentes, la principal de las cuales era el arrendamiento de sus propiedades ferroviarias a la Central Railroad de Nueva Jersey por una renta anual de 2.268.000 dólares. La siguiente fuente eran las minas de carbón de antracita que, desde 1930, habían sido

explotadas con pérdidas. En 1937, la pérdida era equivalente a 90 centavos por cada acción de Lehigh. Como consecuencia, la empresa declaró en ese ejercicio unas pérdidas netas de 306.000 dólares, lo que contrastaba con el beneficio de la compañía matriz, que era solo de 1.125.000 dólares o 64 centavos por acción.

En este caso, el analista no puede valorar con seguridad que los títulos de Lehigh fueran menos valiosos por sus propiedades mineras que si no las tuviera. La explotación de las minas suministraba un importante tonelaje a la división ferroviaria. Si las minas se hubieran cerrado, la capacidad de la Jersey Central para pagar la renta anual se hubiera visto reducida de manera drástica, sobre todo porque al arrendatario de la vía férrea no le había ido bien en los últimos años. (De hecho, la Jersey Central reclamó, más tarde, que la Lehigh Coal and Navigation Company fuera obligada a suministrar un cierto tonelaje de carbón como parte del arrendamiento.) De este modo, con un plan tan complejo como este, el inversor no puede ir tras los resultados consolidados de forma segura, puesto que incluyen las pérdidas de la filial del sector de la antracita.

Ejemplo C. Barnsdall Oil Company. Este es un caso contrario a los dos anteriores. Barnsdall Oil poseía dos empresas, una de producción y otra de refinado, la primera era rentable y la otra no. En 1935, separó la refinería (y las unidades de comercialización) en una empresa de la que distribuía las acciones ordinarias a sus propios accionistas, reteniendo, sin embargo, las acciones preferentes y sustanciales créditos contra la nueva compañía. Entre 1936 y 1938 las refinerías y gasolineras continuaron perdiendo. Barnsdall Oil adelantó considerables sumas de dinero para cubrir esas pérdidas y las canceló con cargo al patrimonio neto. Por otra parte, su *cuenta de resultados*, una vez liberada de la carga de las pérdidas de la refinería, mostró beneficios procedentes de producciones constantes desde el 1 de junio hasta el final de 1938.

En 1939, sin embargo, la Bolsa de Valores de Nueva York pidió a la compañía que corrigiera sus informes a los accionistas advirtiéndoles del efecto sobre los beneficios declarados por no haber cargado en ellos el saneamiento de la inversión en la empresa de refinado.

Es evidente, desde el punto de vista de la propia contabilidad, que, *mientras una compañía mantenga su control sobre una filial no rentable*, sus pérdidas deben presentarse como reducciones de sus otros ingresos. El analista debe valorar las posibilidades que existen de acabar con las pérdidas en el futuro y ver cuál es el precio corriente de las acciones. El procedimiento seguido por la Barnsdall Oil Company es criticable desde el momento en que solo sirvió para resolver la declaración de sus pérdidas con el refinado pero no para resolver realmente las pérdidas en sí mismas.

(Al final de 1939, la compañía inició un proceso para llevar a cabo una aparente separación y venta de la refinería y de las unidades de comercialización.)

Resumen. Para evitar cualquier confusión sobre este punto, se debe tener en cuenta lo siguiente:

1. Las pérdidas de las filiales deben deducirse de todos los análisis de inversiones.
2. Si la cantidad es significativa, el analista debe investigar si las pérdidas son temporales o estructurales.
3. Si el resultado del examen es favorable, el analista debe considerar todas o una parte de las pérdidas de la filial como si se tratara de una partida extraordinaria.

Capítulo 34

Relación entre la amortización y gastos similares y la capacidad de beneficio

Un análisis crítico de la cuenta de resultados debe prestar una especial atención a las cantidades deducidas por amortización y gastos similares. Estas partidas difieren de los gastos de explotación normales porque no indican un desembolso de efectivo corriente, sino que representan una disminución estimada del valor de los bienes de inversión debido al desgaste, el agotamiento o a su próxima extinción por el motivo que sea. Estas obligaciones tan importantes pueden clasificarse en:

1. Depreciación (y obsolescencia), sustitución, renovaciones o pensiones.
2. Agotamiento o extenuación.
3. Amortización de los derechos de arrendamiento, mejoras en propiedades arrendadas, licencias, etc.
4. Amortización de patentes.

Todas estas partidas pueden englobarse como «amortización», pero en ocasiones nos referiremos a ellas genéricamente como «partidas de deterioro de valor» o simplemente como «deterioro de valor».

Cuestiones a destacar sobre la amortización. La teoría contable que rige los gastos de amortización es bastante simple. Si un activo fijo tiene un límite de vida, debe hacerse una provisión para amortizar el coste de dicho activo mediante cargos a los beneficios, que serán distribuidos a lo largo de su periodo de existencia. Sin embargo, tras este inocente estado contable, tiene lugar una triple complicación. Primero, puede ser que las propias normas de contabilidad permitan que la base para el gasto de amortización sea un valor diferente del coste; segundo, que la empresa no siga las prácticas contables establecidas en el momento de anotar el gasto por amortización en la cuenta de resultados; tercero, hay ocasiones en que un fondo que puede justificarse desde un ángulo contable no cumple adecuadamente con las condiciones desde el punto de vista inversor. Estos problemas son los que centrarán nuestra atención en este y en los dos capítulos siguientes. En un principio, nuestro debate estará dirigido de

forma generalizada hacia las empresas del sector industrial, y después analizaremos los aspectos particulares relacionados con las petroleras, las empresas mineras y empresas de servicios públicos.¹

Base de amortización

La base amortizable en función de criterios distintos al coste. Ciertos sectores contables se basan en la teoría de que la función de la amortización acumulada, más que amortizar su coste, debe facilitar la reposición del activo al final de la vida de este. Si se aplicara esta idea, el coste de reposición presente o futuro sería la base para la dotación de amortización, por lo que variaría no solo con el valor de un activo idéntico sino también con los cambios en el tipo de la partida que fuera a reemplazar al activo agotado.

Sea lo que sea lo que se diga a favor o en contra de esta teoría^{344 345}, prácticamente nunca se sigue de la forma indicada, si bien sí hay una práctica con una variante de esta idea que es decir, la sustitución en el balance del valor de coste de todos los activos no corrientes por el coste de reposición en una fecha concreta, seguida normalmente por los gastos anuales de amortización basados en el valor nuevo.

Desde 1914 ha habido dos oleadas de estas revalorizaciones. La primera tuvo lugar en la década de 1920 y supuso el alza de los costes, durante la preguerra, a valores superiores a los actuales. La segunda apareció entre 1931 y 1933 y condujo los precios de las cuentas de bienes de inversión a los valores más bajos de la depresión.²

Ejemplos. En 1926 la American Ice Company aumentó el valor contable de sus activos no corrientes (sin un desembolso correlativo) en 7.868.000 dólares y, en consecuencia, en 1935 redujo su valor contable para restaurar las valoraciones basándose en el coste. Ese alza del valor del activo de 1926 dio como resultado mayores gastos de amortización a cargo

¹ Con muy pocas excepciones, las empresas ferroviarias solo imputan la amortización de sus equipos (incluyendo esta partida en los gastos por mantenimiento). Durante 1937, las empresas ferroviarias de Clase I destinaron 191.798.000 dólares en la cuenta de amortización del equipo y solo 5.236.000 dólares como amortización de vías y estructuras.

² A nuestro modo de ver, es al mismo tiempo más simple y más razonable basar la amortización en el coste original. La reposición del coste debería afectar a las cuentas *después* de que se hiciera la reposición (puede que nunca se haga) más que antes.

³⁴⁵ Fabricant, Solomon, «Revaluations of Fixed Assets, 1925-1934», *National Bureau of Economic Research Bulletin* 62, (1936), y *Capital Consumption and Adjustment*, National Bureau of Economic Research, Nueva York, 1938, Cap. xn.

de ingresos, y en 1935 la reducción dio lugar a unos gastos de amortización inferiores. En 1933, la American Locomotive Company redujo el valor declarado de sus títulos de 50 dólares a 5 dólares por acción y utilizó la mayor parte del patrimonio neto que se había creado de esa manera para rebajar sus bienes no corrientes por un valor de casi 26.000.000 dólares y su inversión en la General Steel Castings Corporation por unos 6.200.000 dólares. El efecto generó un beneficio en la cuenta de resultados que redujo los gastos de amortización a cerca de un 40% con respecto a su nivel anterior.

Algunos sectores contables son críticos sobre la conveniencia de estos cambios esporádicos en la base de depreciación del coste original. En nuestra opinión, no hay nada que objetar dado que:

1. Los nuevos valores se establecen con *buena fe* con la convicción de que representan mejor las realidades existentes que los valores anteriores.
2. En la cuenta de pérdidas y ganancias se carga una adecuada amortización a cuenta de esos nuevos valores.

Sin embargo, en muchos casos, podemos observar que las empresas no cumplen con todas las condiciones mencionadas cuando revalorizan sus bienes de inversión.

Reducciones del valor de activos para disminuir los gastos de amortización. Quizás el fenómeno más destacable en cuanto a la amortización contable es la reciente rebaja del activo no corriente, no por intereses conservadores sino con la clara intención de realizar un mejor informe de beneficios y, en consecuencia, *aumentare* 1 valor aparente de las acciones.

Hemos considerado conveniente tratar el estudio sobre estos mecanismos en el análisis financiero en el capítulo dedicado a la «gastos de amortización desde el punto de vista del inversor». En este, ya que estamos analizando los métodos contables, comentaremos simplemente que, las excesivas amortizaciones de los bienes de inversión, con el propósito obvio o reconocido de disminuir la amortización y aumentar las ganancias declaradas, constituyen un subterfugio inexcusable que no debería ser tolerado por los auditores. En el documento de registro para la emisión de títulos que se debe presentar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores se incluye una declaración que afirma cuánto se hubieran reducido las ganancias si se hubieran retenido los antiguos valores de las instalaciones. Creemos que esta información debe aparecer también como una nota anexa a la cuenta de resultados contenida en las cuentas anuales dirigidas a los accionistas, pero sería aún mejor que los contables se negaran a certificar cualquier informe con este tipo de

deducciones e insistieran en restituir las cifras correctas en la contabilidad de la empresa.

Discrepancias entre el balance y la cuenta de resultados. Muchas de las empresas que han aumentado el precio de sus bienes de inversión no han incrementado los gastos de amortización en la cuenta de resultados como correspondería. De hecho, intentan beneficiarse de una valoración más elevada en su balance sin aceptar la sobrecarga de unos gastos mayores de amortización contra los beneficios. Esta práctica ha prevalecido de manera especial entre las empresas petroleras y mineras. Veamos dos casos del sector industrial:

Ejemplos. La Hall Printing Company aumentó el valor contable de su cuenta de bienes inmuebles sin el desembolso correlativo de dinero en 6.222.000 dólares en 1926 y 1931, abonando esta «plusvalía de revalorización» como actualización de activos. La amortización de este valor revalorizado fue entonces imputada a cuenta del patrimonio neto en lugar de a cuenta de los ingresos. Por ejemplo, al final del ejercicio de marzo de 1938 la empresa destinó para esta amortización

406.000 dólares con cargo al patrimonio neto y 864.000 dólares con cargo a los ingresos para la amortización «normal». En abril de 1938 la plusvalía de revalorización se eliminó al reducir el valor contable tanto de la cuenta de bienes inmuebles como del patrimonio neto, por lo que se suspendieron los gastos de amortización de carácter excepcional.

Desde 1935, la Borg Warner ha destinado cerca de 102.000 dólares al año (y diversas cantidades en ejercicios anteriores) a cuenta del «ajuste por revalorización», en lugar de a los ingresos, con el fin de amortizar una sobrevaloración del activo fijo realizada en 1927.

Es obvio que ninguna empresa debe destinar unos valores a su balance y otros a su cuenta de resultados. La tendencia actual es la de corregir estas disparidades eliminando las sobrevaloraciones anteriores del balance y devolviéndolo así a su coste inicial.

La tasa de amortización» La práctica normal y la práctica atípica

1. Como se muestra en la tabla de amortizaciones, la gran mayoría de empresas industriales siguen la política contable normal de cargar los porcentajes de amortización a las distintas clases de activos amortizables. El analista puede comprobarlo fácilmente tomando como referencia las solicitudes de cotización de la Bolsa de Valores de Nueva York, un folleto informativo o un documento de registro.

Ejemplos. Si se siguen los métodos normales, es probable que se hagan públicos de alguna de las siguientes maneras:

(Tomado de la solicitud de cotización en Bolsa de la Electric Storage Battery Company, con fecha de 17 de Diciembre de 1928).

La política de esta empresa en relación con la amortización [...] es la siguiente: en los edificios, el plazo de vida es de veinte a treinta y tres años, dependiendo del carácter de la construcción. La maquinaria, herramientas e instalaciones fijas son amortizadas a una tasa de uno a diez años, dependiendo del tipo de equipo. El mobiliario de oficina y las instalaciones son amortizadas durante diez años. Todos los bienes amortizables son determinados por la experiencia y las estimaciones de los ingenieros en cuanto a la vida productiva de los equipos. Con respecto al deterioro de valor de los activos corrientes, se deja una partida para cubrir las posibles pérdidas ocasionadas por las deudas incobrables.

(Tomado de la solicitud de cotización en Bolsa de la Midland Steel Products Company, con fecha 11 de febrero de 1930.)

	% Tasa de amortización anual
Edificios	2
Terrenos, calzadas y aceras	2
Maquinaria	7.
Mobiliario e instalaciones	10
Vías muertas.....	2
Elementos de transporte	25

Herramientas y troqueles (cuando puede determinarse el número de unidades requeridas son amortizados mientras dura la obra, de lo contrario son amortizados al cerrar el año fiscal).

Estas tasas han sido empleadas durante varios años por la empresa y son una práctica normal en el sector.

Las tasas se basan en la vida estimada del bien en cuestión. De esta manera, con respecto a los edificios, el plazo de amortización es de 50 años; los terrenos, calzadas y aceras de 50 años; la maquinaria de 14 años; el mobiliario e instalaciones de 10 años; las vías muertas de 50 años. Al expirar dicho periodo no se considera ningún valor residual para determinar las tasas utilizadas.

En comparación con esta política habitual, —que en estos momentos lo es todo menos universalmente aplicada—, debemos prestar especial atención

a una práctica cuestionable en relación con este importante propósito a la que recurrían en el pasado empresas tan importantes como la American Car and Foundry, la American Sugar Refining y la Baldwin Locomotive Works.

La solicitud de cotización en Bolsa de la American Sugar Refining, con fecha 6 de diciembre de 1923, contenía la siguiente información:

La empresa mantiene una política muy liberal en lo que se refiere a la amortización, como puede verse en el estado de pérdidas y ganancias de ejercicios anteriores. El valor de sus propiedades siempre se ha mantenido construyendo todo lo necesario y haciendo las reparaciones precisas y, si era pertinente, mediante su renovación o sustitución.

Esta declaración podría considerarse tranquilizadora, pero es mucho más ambigua de lo que parece como para satisfacer al analista. Los actuales gastos de amortización, como pueden verse en el siguiente extracto, revelan una política inusualmente errática y arbitraria.

TABLA 34.1

Gastos anuales de amortización de la American Sugar Refining Company

Ejercicio	A cuenta de beneficios	A cuenta de patrimonio neto
1916-1920	2.000.000 \$	Nada
1921	Nada	Nada
1922-1923	1.000.000	Nada
1924	Nada	Nada
1925	1.000.000	Nada
1926	1.000.000	2.000.000 \$
1927	1.000.000	1.000.000
1928	1.250.000	500.000
1929	1.000.000	500.000
1930	1.000.000	542.631
1931	1.000.000	Nada
1932	1.000.000	Nada

Los cargos adicionales a cuenta de los beneficios en los ejercicios de 1926 a 1930 parecen afianzar nuestro argumento de que las dotaciones de amortización de la American Sugar fueron tan arbitrarios como insuficientes.

La solicitud de la American Car and Foundry, con fecha 2 de abril de 1925, contenía lo siguiente:

La empresa no tiene una cuenta de amortización como tal. Sin embargo, existe un equivalente dentro de la política y de la práctica aplicada por la empresa para mantener en todo momento sus fábricas y propiedades en perfecto estado y en un elevado estado de eficiencia, lo que se logra mediante la reparación, renovación y reposición de equipos y edificios para que mantengan las condiciones requeridas, y, cuando se trata de conseguir mayor producción, se procede al reemplazo de instalaciones por otras más modernas. Este procedimiento cubre ampliamente la depreciación y obsolescencia, y su coste se destinará a gastos de explotación.

Una vez más se justifica «con creces» que el analista deba mantener una actitud escéptica. Lo mismo ocurre con respecto a la American Can, que inexplicablemente consiguió evitar toda referencia a su política de amortización en su solicitud de cotización fechada el 26 de febrero de 1926, aunque sí mencionaba que la empresa había gastado desde febrero de 1907 cerca de 50.000.000 de dólares en ampliaciones y mejoras de sus propiedades, y que «durante este período las propiedades se habían depreciado por lo menos en 20.000.000 de dólares».

Baldwin Locomotive Works reflejaba del siguiente modo su sorprendente información contable de la amortización, en su solicitud de cotización de 3 de octubre de 1923:

La cantidad a amortizar de la fábrica y del equipamiento —como estipuló el Gobierno Federal durante cinco años, de 1924 a 1928—, fue de un total de 5.112.258,09 dólares, que fueron deducidos del siguiente modo tanto de los beneficios como del patrimonio neto.

Ejercicio	Del beneficio	Del patrimonio neto	Total depreciación
1924	600.000 \$	Nada	600.000,00 \$
1925	Nada	Nada	Nada
1926	Nada	Nada	Nada
1927	1.000.000	2.637.881,01 \$	3.637.881,01
1928	600.000	274.377,08	874.377,08
	<u>2.200.000 \$</u>	<u>2.912.258,09 \$</u>	<u>5.112.258,09 \$</u>

Es de esperar que en futuros ejercicios la cantidad de la amortización basada en la vida útil estimada de las propiedades depreciables según establece el Gobierno federal -aplicada por el comisario de impuestos como una deducción propia de los ingresos y de conformidad con nuestros ingenieros— regirá la cantidad que empleará la Works para calcular la amortización.

Evidentemente, los estados de resultados de Baldwin durante este período fueron cualquier cosa menos precisos. El promedio anual de beneficios por acción de las acciones ordinarias de 1924 y 1928, como se informó a los accionistas, fue notablemente mayor que las cifras reales, tal como podemos observar en la primera de las siguientes tablas.

2. La comparación entre dos empresas. Cuando el analista sabe que la política de amortización de la empresa difiere de la que debería ser normal, existe una razón especial para examinar si las asignaciones son suficientes. Una comparación con otra empresa del mismo sector puede evidenciar resultados significativos, como podemos observar en la segunda tabla entre la American Sugar y la American Car and Foundry.

TABLA 34.2

Ganancias por acción ordinaria

Ejercicio	Declarado	Regularizado por dotación anual de amortización de 1.022.000 \$
1924	0,40 (d)	2,51 \$ (d)
1925	6,02 (d)	11,13 (d)
1926	22,42	17,31
1927	5,21	5,10
1928	5,34 (d)	7,45 (d)
Promedio de 5 años	3,33 \$	0,06 \$

Empresa	Promedio de la cuenta de bienes inmuebles	Promedio de la dotación de amortización 1928-1932	% de la dotación de amortización a la cuenta de bienes inmuebles
American Sugar Refining	60.665.000 \$	1.050.000* \$	1,73†
National Sugar Refining	19.250.000‡	922.000‡	4,79‡
American Car and Foundry	72.000.000	1.186.000§	1,65
American Steel Foundries	31.000.000	1.136.000	3,66

* Sin incluir la amortización asignada al patrimonio neto. Incluyendo esta, la cifra sería de 1.358.500 dólares.

† Incluyendo la amortización asignada al patrimonio neto, la cifra sería de 2,24%.

‡ Basado en el período de cuatros años entre 1929 y 1932, inclusive. No se obtuvo la cantidad de 1928.

§ Estimados la mitad de los gastos por renovaciones y reparaciones. En el caso de la United States Steel durante el período de 1901 a 1933, el coste de amortización supuso un promedio del 10% del total de dotaciones tanto para

Ya sea comparativamente, como de modo absoluto, las dotaciones a la amortización realizadas por la American Sugar and American Car and Foundry parecen ser poco adecuadas.³⁴⁶

La dotación de amortización, un problema en las fusiones. La dotación de amortización comparada puede llegar a ser un problema a la hora de determinar la equidad de los términos de consolidación propuestos.

Ejemplo. En 1924 se anunció un plan de fusión entre las empresas Chesapeake and Ohio, Hocking Valley, Pere Marquette, «Nickel Píate» y los ferrocarriles Erie. Algunos accionistas de Chesapeake and Ohio no estaban de acuerdo y convencieron a la Comisión Interestatal de Comercio de que los términos de la consolidación eran injustos con respecto al conjunto de sus líneas férreas. Entre otras cuestiones señalaron que los beneficios de su empresa en los tres ejercicios precedentes habían sido, en realidad, mucho mayores de lo que se declaraba, debido a importantes cantidades hechas con cargo a estos beneficios por amortización y por la retirada de equipos.³⁴⁷ Una objeción similar se hizo en el proyecto de fusión entre la empresa Bethlehem Steel y la Youngstown Sheet and Tube en 1929, plan que tampoco fructificó. En la tabla siguiente pueden verse algunas cifras de estas dos productoras de acero.

³⁴⁶ Ejemplos de imputaciones insuficientes e imputaciones inferiores a las deducciones del impuesto sobre sociedades en industrias: el cargo de 296.000 dólares hecho por la Harbison-Walker Refractories Company en 1936 fue calificado como «sumamente insuficiente» por la nueva administración y corregido por 472.000 dólares; la memoria de McKeesport Tin Píate Corporation de 1937 declaraba que la imputación en la declaración del impuesto sobre sociedades era de 803.000 dólares frente a los 425.000 dólares que se reflejaba en los informes de los accionistas. De forma parecida, la National Enameling and Stamping Company en cada ejercicio de 1935 a 1937 imputó cerca de 185.000 dólares en su cuenta de resultados como contraposición a los cerca de 280.000 dólares de su declaración del impuesto sobre sociedades. En 1938 la amortización insuficiente del período de 1933 a 1937 fue subsanada cargando 443.000 dólares a cuenta del patrimonio neto. Los auditores de la Cudahy Packing Company declararon, en el informe de la auditoría que acompañaba a las cuentas anuales de 1939, que en su opinión las dotaciones por amortización, establecidas por la empresa en ejercicios anteriores al 29 de octubre de 1938, eran insuficientes.

A la inversa, obsérvense algunos casos de amortización excesiva: el gobierno federal descubrió que de 1932 a 1935 los exorbitantes cargos por amortización de la Acme Steel habían sido de 555.000 dólares. Esta cantidad, menos el impuesto sobre sociedades de 104.000 dólares, fue abonado al patrimonio neto en 1936. (Esto es casi un caso opuesto al de la National Enameling.) En 1938 la Chicago Yellow Cab Company abonó al patrimonio neto 483.000 dólares como exceso de amortizaciones de ejercicios anteriores.

³⁴⁷ Los importantes gastos efectuados entre 1926 y 1928 por la Chesapeake and Ohio para equipamiento se cargaron a cuenta de gastos de explotación, pero posteriormente la Comisión de Comercio exigió que lo reclasificaran y lo pasaran al activo del balance. En 1933 esta disputa se llevó a los tribunales y se declaró procedente la reclamación de la Comisión de Comercio.

1928	Bethlehem Steel	Youngstown Sheet & Tube
Cuenta de inmovilizado material, 31 dic., 1927	673.000.000 \$	204.000.000 \$
Ventas	295.000.000	141.000.00
Amortización, agotamiento y obsolescencia	13.658.000	8.321.000
Ratio: amortización sobre valor de bienes inmuebles	2,03%	4,08%
Ratio: amortización sobre ventas	4,63%	5,90%

Depreciación encubierta. El hecho de que nada se puede dar por sentado en el análisis de inversiones puede evidenciarse claramente en el extraño caso de la American Can, empresa que omitió a sus accionistas los datos de su política de amortización hasta 1937, y que desde 1922 a 1936 dedujo anualmente un importe fijo de 2.000.000 de dólares con esta finalidad. Una comparación con la Continental Can —que imputó casi la misma cantidad por la inversión de una fábrica mucho más pequeña— podría sugerir que la rentabilidad de la American Can había sido sobrevalorada. Sin embargo, el informe de 1934 reveló por primera vez a los accionistas que la empresa también había estado destinando dotaciones para «reposiciones» a cuenta de gastos de explotación sin mencionar la cantidad. El dato (aunque no las cantidades) de que esos cargos se habían estado haciendo en 1935 y 1936 también fue hecho público. Mientras tanto, el Informe Form 10-K de 1935, en los archivos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, reveló que la cantidad de estos desembolsos extra era de cerca de 2.400.000 dólares. Finalmente, en el informe de 1937, notificó a los accionistas que el importe extra era de aproximadamente 3.275.000 dólares durante el ejercicio de 1936. En 1937 la empresa hizo una dotación de amortización que ascendía a 5.702.000 dólares en ese ejercicio y a 6.085.000 dólares en 1938. De esa manera, a los propietarios del negocio se les fue mostrando por etapas la realidad de su propiedad.

A la luz de este último descubrimiento, la primera conclusión³⁴⁸ de que la American Can había infravalorado sus cargos por amortización pone en evidencia que la empresa no había mostrado la realidad.

Un caso de excesiva dotación de amortización encubierta con criterios. El ejemplo de la American Can nos lleva a hacer una comparación con una práctica realizada por la National Biscuit Company,

³⁴⁸ Expuesto de manera general en la edición de 1934 de este libro.

una empresa con capital mayoritario. Durante muchos años antes de 1922, la empresa fue construyendo constantemente nuevas plantas, pero sus cuentas de bienes de inversión no mostraban ningún incremento apreciable, excepto en el ejercicio de 1920. Los informes para los accionistas eran extremadamente ambiguos en cuanto a los gastos de amortización³⁴⁹. Sin embargo, de acuerdo a sus informes financieros, la gestión de la empresa era la siguiente: «La depreciación es de 300.000 dólares por año y todas las partidas de reposición y modificaciones en los edificios se cargan directamente a los gastos de explotación.»

Es fácil pensar que las inversiones de capital en instalaciones adicionales fueran con cargo a los beneficios y que las ganancias reales fueran con toda probabilidad mucho mayores que las que se hicieron públicas. Esta política de declarar menos ganancias dejó de aplicarse al mismo tiempo que se lanzó una emisión, en 1922, a razón de siete acciones por una y se triplicó el tipo del dividendo en efectivo. El resultado fue que la rentabilidad se duplicó de forma repentina, junto con una igualmente súbita expansión en el valor de la cuenta de las instalaciones. La comparación entre estos dos períodos contables puede observarse claramente en la siguiente tabla.

TABLA 34.3

National Biscuit Company

Término del ejercicio	Beneficios por acciones ordinarias	Cuenta neta de instalaciones al final del ejercicio
31 ene., 1911	2.883.000 \$	53.159.000 \$
1912	2.937.000	53.464.000
1913	2.803.000	53.740.000
1914	3.432.000	54.777.000
1915	2.784.000	54.886.000
1916	2.393.000	55.207.000
1917	2.843.000	55.484.000
31 dic., 1917	2.886.000 (11 mes.)	53.231.000
1918	3.400.000	52.678.000
1919	3.614.000	53.955.000
1920	3.807.000	57.788.000
1921	3.941.000	57.925.000
1922	9.289.000	61.700.000
1923	10.357.000	64.400.000
1924	11.145.000	67.292.000
1925	11.845.000	69.745.000

Antes de 1917, el balance de la empresa anunciaba en sus activos no corrientes de cada ejercicio «Menos amortización acumulada 300.000 dólares». Evidentemente, esta era la deducción para ese ejercicio y no la cantidad acumulada.

Omisión de los gastos de amortización. Antes de que esto fuera regulado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, algunas empresas importantes declararon ganancias después de la amortización pero no manifestaron la cantidad que había sido deducida para ese propósito. Afortunadamente, en la actualidad, todas las empresas legalmente inscritas deben proporcionar esta información.³⁵⁰

Gastos de amortización de las empresas petroleras y mineras

Estos importantes sectores industriales están sujetos a ciertas particularidades en cuanto a la amortización se refiere. Además de la amortización en el sentido habitual —que estas empresas normalmente calculan igual que otras compañías—³⁵¹ deben estimar el factor de agotamiento de sus reservas de mineral y petróleo. En el caso de los negocios mineros, debe añadirse también el gasto de desarrollo. Las productoras de petróleo, además, soportan gastos adicionales por los costes intangibles de perforación y por arrendamientos improductivos. Estas partidas son importantes debido a la influencia que ejercen sobre los beneficios reales, y son complejas debido a los distintos métodos que sigue cada empresa.

Cargos de las empresas mineras por agotamiento de los recursos naturales. El agotamiento de estos recursos representa un consumo de bienes de inversión, ya que se convierten en productos para la venta. Esto es aplicable a las empresas que producen metales, petróleo y gas, azufre o madera, etc. Como las posesiones o reservas de estos productos se agotan, su valor debe ser gradualmente amortizado con cargo a las ganancias. En el caso de las compañías mineras más antiguas (incluyendo las productoras de cobre y azufre), los cargos por agotamiento de los recursos naturales se determinan mediante ciertos requisitos técnicos de la ley del Impuesto sobre Sociedades, que se basa en la cantidad y valor de las reservas que se supone que existían a 1 de marzo de 1913 o bien en la aplicación de ciertos porcentajes al valor del producto. A causa de este cómputo tan artificial, muchas empresas omiten en sus informes a los

³⁵⁰ Allied Chemical and Dye Corporation trató de mantener estos y otros datos como confidenciales, pero acabó haciéndolos públicos, aunque con un retraso considerable, en 1938. Esta compañía, como otras muchas más, todavía excluye las cifras de ventas y amortización de sus informes a los accionistas. Sin embargo, esta información puede obtenerse en las cuentas anuales que se presentan a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. (Form 10-K).

³⁵¹ Sin embargo, el coste de materiales y equipo en las *propiedades de las productoras de petróleo* se amortiza a menudo a través de un cargo por agotamiento (basado en los barriles producidos) en lugar de mediante la cuenta de amortización (que se basa en el tiempo *transcurrido*).

accionistas los cargos por agotamiento.

La necesidad para el inversor de un cálculo independiente. Como veremos más adelante, en circunstancias normales, el inversor de un negocio minero debe computar su propia depreciación por agotamiento, basado en *la cantidad que ha pagado* por su participación en la propiedad de la mina. En consecuencia, un gasto por agotamiento basado tanto en los costes originales de la empresa como en una cantidad especial destinada a impuestos sobre beneficios, más que ser de utilidad, generaría confusión. La omisión de los gastos por agotamiento de las empresas mineras no es, por lo tanto, criticable, pero el accionista de estas empresas debe ser muy consciente de este dato al estudiar sus informes. Más aún, en cualquier comparativa entre empresas mineras deberá distinguir entre aquellas que deducen los gastos de agotamiento al declarar los beneficios y aquellas que no lo hacen. A continuación, damos unos ejemplos de empresas que siguen una u otra práctica:

Empresas que declararon beneficios sin deducir el factor de agotamiento

Alaska Juneau Gold Mining Co.
 Anaconda Copper Mining Co.
 Dome Mines, Ltd. (oro)
 Kennecott Copper Corp.
 Noranda Mines, Ltd. (cobre y oro)
 Texas Gulf Sulphur Co.

Empresas que declararon beneficios después de deducir el factor de agotamiento

Cerro de Pasco Copper Corp.
 Granby Consolidated Mining, etc., Co. (cobre)
 Homestake Mining Co. (oro)
 International Nickel Co. of Canada, Ltd.
 Patino Mines, etc. (estaño)
 Phelps Dodge Corp. (cobre)
 St. Joseph Lead Co.

El factor de agotamiento y cargos similares en la industria petrolera. En la industria petrolera, los gastos de agotamiento están más íntimamente relacionados con el coste efectivo de operar que en las empresas mineras. Estas últimas invierten normalmente en una sola propiedad o en un grupo de propiedades, cuyo coste es amortizado durante un período bastante prolongado de años. Sin embargo, una típica productora de petróleo normalmente gasta cada año importantes cantidades de dinero en nuevos arrendamientos financieros y en pozos. Es necesario que estas posesiones adicionales compensen la reducción de las reservas a través de la producción. Por eso, el gasto de agotamiento equivale, en cierto modo, a un desembolso en efectivo cuya finalidad es mantener las reservas y la producción. Durante el primer año, los nuevos

pozos pueden obtener hasta el 80% de su producción total. Así pues, casi todo el coste de esa «producción inicial» debe ser amortizada en un solo período, y la mayoría de las «ganancias» procedentes de este recurso constituyen, en realidad, una devolución del capital gastado en ello. Si la inversión no es amortizada con rapidez mediante agotamiento y otros cargos, el beneficio y el valor de la cuenta de bienes inmuebles estarán excesivamente sobre valorados. En el caso de la empresa petrolera contratada para realizar trabajos de explotación de recursos, hay varios puntos bajo los cuales pueden hacerse las amortizaciones:

1. *Amortización* de inmovilizado material.
2. *Agotamiento* de las reservas de gas y petróleo basado en el coste de los arrendamientos.
3. *Arrendamientos financieros no rentables* amortizados. Una parte de las adquisiciones y de la prospección siempre demostrará la pérdida de valor y deben imputarse como ingresos de los arrendamientos financieros productivos.
4. *Costes intangibles de perforación*. Estos son amortizados a la vez como un gasto de explotación o amortizados durante la vida del pozo.

Ejemplo. El caso de la Marland Oil en 1926 ilustra hasta qué punto las ganancias declaradas de las compañías petroleras dependen de las políticas contables que se sigan con respecto a la amortización. Esta empresa gastó anualmente grandes sumas en nuevos arrendamientos financieros y en nuevos pozos para mantener su tasa de producción. Antes de 1926, capitalizó los denominados «costes intangibles de perforación» contra patrimonio neto, y después los amortizó con los beneficios mediante un cargo anual de amortización. En 1926, Marland adoptó una política más conservadora al destinar todos estos «costes intangibles» a los beneficios. El efecto que esto tuvo en los beneficios puede observarse en la tabla siguiente.

TABLA 34.4

Marland Oil Company

Partida	1927	1928	1929
Beneficios brutos e ingresos diversos	73.231.000 \$	87.360.000 \$	58.980.000 \$
Neto antes de reservas	24.495.000	30.303.000	9.808.000
Gastos de amortización	9.696.000	18.612.000	17.499.000
Saldo de existencias	14.799.000	11.691.000	7.691.000(d)

En los últimos diez años se han producido cambios significativos en las políticas aplicadas por importantes compañías petroleras. Antes de la Depresión, la tendencia general era la de cargar los «costes intangibles de perforación» a cuenta de los beneficios, como puede observarse en el cambio llevado a cabo en 1926 por la Marland. Sin embargo, a partir de 1929, muchas de las grandes empresas se inclinaron por la tendencia más conservadora de capitalizar estos costes sujetos a una amortización anual.³⁵² Este cambio parece justificar, en buena parte, la amplia adopción de las leyes estatales de prorrateo, que espaciaron la producción total de cada nuevo pozo a lo largo de muchos ejercicios en lugar de concentrarla en relativamente pocos meses. Esto significa que un pozo de petróleo es un bien de inversión a bastante largo plazo, de manera que pasar una buena parte de su coste (que a menudo asciende a cifras elevadas) a los beneficios de un solo ejercicio podría resultar extremadamente grave.

Las empresas también han contribuido a sus ganancias mediante grandes reducciones del valor contable de los activos no corrientes, con las correspondientes reducciones de los gastos de amortización anual. Esta práctica está más extendida entre las empresas petroleras que en otros sectores industriales. Algunos productores también han trasladado sus gastos de *retiro* de bienes de la empresa de la cuenta de beneficios a una partida de patrimonio neto. Por último, tenemos ejemplos de una reducción del gasto de amortización ocasionado por la adopción de una base global en lugar de en función del período de arrendamiento. Por éste medio, el petróleo producido con arrendamientos financieros elevados es amortizado no por su valor actual sino por el coste promedio de todas las reservas de petróleo que posee la empresa.

El significado que tienen estos cambios en la práctica financiera se ilustra con el siguiente caso:³⁵³

Ejemplos. La Gulf Oil Corporation, en 1932, aumentó sus beneficios en 3.261.000 dólares capitalizando sus costes intangibles de perforación en lugar de amortizarlos como hacía anteriormente.

Socony-Vacuum, ese mismo año, aumentó sus ganancias en 6.095.000 dólares (y las correspondientes ganancias posteriores) gracias a una reducción del valor contable de sus activos fijos con la consiguiente reducción en los gastos de amortización. En 1935 sus beneficios

³⁵² Entre las empresas que hicieron este cambio desde 1930 están: Standard Oil of Indiana and New Jersey, Gulf Oil, Tidewater Associated, Consolidated Oil.

³⁵³ Estos ejemplos han sido extraídos en gran medida de Braunthal, Alfred, «Are Oil Earnings Reports Fictitious?», *Barron's*, 8 de marzo, 1937.

aumentaron en 1376.000 dólares al imputar esta suma —que representaba pérdidas o propiedades retiradas— en el patrimonio neto en lugar de en los ingresos, como había hecho hasta entonces. En 1936 comenzó a capitalizar costes intangibles de perforación, y destinó cerca de 8.850.000 dólares a los beneficios de ese ejercicio. En 1937 la empresa hizo una rectificación ulterior de su política de amortización (aparentemente trataba de regularizarla), lo que añadió unos 2.500.000 dólares a los beneficios del ejercicio.

La empresa Puré Oil Company redujo en 1934 su gasto de agotamiento y aumentó sus beneficios en 1.698.000 dólares mediante la adopción de bases «globales».

Qué significado tienen estas variaciones para el analista y el inversor. Estas diferentes prácticas financieras son muy confusas y pueden despertar desconfianza en el inversor. Hemos de reconocer, sin embargo, que muchas de ellas son técnicamente admisibles, en cuanto representan opciones existentes entre los métodos habituales y los más conservadores en relación a la amortización de activos no corrientes. Como consecuencia, no es preciso hacer una crítica de este tema sino una interpretación válida.

Pautas sugeridas. El analista debe buscar la aplicación de una tasa de amortización uniforme y razonablemente conservadora sobre la base de la propiedad que reflejen los hechos reales de la inversión que se propone. En la medida en que sea factible aplicarlas, sugerimos las siguientes pautas:

1. *Amortización de los activos materiales.* Deberá emplearse siempre con tasas bien establecidas y aplicarse al coste, o bien con una cantidad sustancialmente inferior al coste solo si los datos justifican claramente la depreciación.
2. *Costes intangibles de perforación.* Creemos que capitalizar estos costes para después amortizarlos mientras se esté produciendo petróleo —aunque es menos «conservador»— es más conveniente no solo con fines comparativos sino también para proporcionar un reflejo equitativo de los beneficios ordinarios. Al comparar empresas que emplean uno u otro método, el analista debe estimar la dotación más adecuada en aquellas compañías que amortizan el 100% de la deuda durante el primer ejercicio.

Ejemplo. La dificultad de hacer este ajuste en la práctica puede observarse al comparar los informes de 1938 de la Continental Oil Company y la Ohio Oil Company. A grandes rasgos, el plan de ambas compañías es similar. Ambas produjeron veinte millones de barriles en 1938; la Continental Oil refinó aproximadamente dos tercios, y la Ohio Oil un tercio de su producto. La compañía

Continental cargó directamente a cuenta de ingresos todos sus costes intangibles de perforación, mientras que la Ohio capitalizó los costes y los amortizó a lo largo de la vida de los pozos.

Cabría esperar que los cargos totales por amortización de la Continental, incluyendo el 100% de los gastos de perforación, fueran relativamente superiores a los de la Ohio. En 1938, esta empresa aun registró 11.602.000 dólares como pérdida, es decir, el 21,5% de sus 54.000.000 de dólares en venta, mientras que la Continental registró 14.038.000 dólares, es decir, el 17,6% de los 80.000.000 de dólares brutos. Aparentemente, el analista no tendría que hacer ninguna compensación para igualar estos dos métodos contables. Las razones se basan en diversas circunstancias, por ejemplo; (a) después de algunos años el método de amortizar gradualmente la inversión y traspasarla como pérdida se aproxima al método del 100%, ya que la amortización de los antiguos gastos de perforación pasan a ser mayores de forma continuada; (b) en el caso de la Continental, este plan depreció su cuenta de bienes inmuebles en 1932 en unos 45.000.000 de dólares y, de esa manera, redujo considerablemente su amortización normal y sus cargos de agotamiento en los ejercicios siguientes.

3. *Retiro de bienes y abandono de arrendamientos.* Creemos que la pérdida que se produce en los bienes retirados (más allá de la amortización acumulada) debe imputarse en las ganancias del ejercicio más que contra el patrimonio neto, como hacen muchas empresas en otros sectores. La razón es que ese retiro de bienes es probablemente un factor normal que se realiza de forma periódica en las grandes empresas petroleras, al contrario de otras líneas de negocio en que eso ocurre esporádicamente. Los arrendamientos abandonados pertenecen a este epígrafe general, y su pérdida debería imputarse a los beneficios.
4. *Agotamiento de las reservas de petróleo.* El principio teórico que el analista debe aplicar en este caso es el de tener previsto el agotamiento según el valor que las reservas de petróleo tienen en el mercado. Este tema, que se aplica de forma generalizada en la amortización, será tratado en el siguiente capítulo. Esto implica, como veremos, que lo que puede ser correcto desde el punto de vista contable para computar el agotamiento, puede que no sea lo más apropiado para el análisis de los valores de inversión.

Por desgracia, la práctica empresarial en el sector de la industria del petróleo ha sido la de hacer que la firme aplicación de este principio sea extremadamente difícil. Según parece, el sector productor de la

industria petrolera ha obtenido la mayor parte de sus beneficios, pese a que las divisiones comerciales y de refinado obtuvieron pocas ganancias de su inversión, si es que obtuvieron alguna. Si el criterio de valoración fueran los *beneficios*, la mayor parte del precio de mercado de las acciones del petróleo sería imputable a la división de producción, y con base a esto sería exigible un cargo comparativamente elevado por agotamiento de cada barril extraído. Por otra parte, si el reparto fuera hecho en proporción a los *valores contables*, la división comercial y la de refinería ocuparían un lugar preponderante, las reservas de petróleo tendrían un valor mucho más pequeño y el cargo de agotamiento sería proporcionalmente inferior.

No hemos encontrado ninguna respuesta satisfactoria a esta cuestión, ya que nos parece que en el sector industrial la división de la rentabilidad entre la producción y otras ramas es esencialmente artificial y no puede contemplarse como permanente. Por eso nos vemos obligados a sugerir la *siguiente solución* práctica a este problema:

1. En el caso de compañías petroleras *integradas*, hay que aceptar la mejor cifra de agotamiento de la empresa que se pueda conseguir. (Esto incluye la aceptación de la base «global», si se emplea, ya que este método parece reflejar los datos equitativamente.) Sin embargo, cualquier cargo de agotamiento hecho contra una cuenta de patrimonio neto en el balance debe ser deducido de los ingresos.
2. En el caso de las empresas que únicamente son productoras de petróleo, o aparentemente lo son, el analista puede computar *lo que se paga en el mercado* por el total de las reservas de petróleo (si es que se hace público una estimación de este tipo). De esta manera puede hacer su propio cálculo de agotamiento con el propósito de analizarlo, lo que en tal caso se hará de la misma manera que en las empresas mineras. (Para un cálculo de estas características, ver en el capítulo 36 el que aplica la Texas Gulf Producing Company.)

Otros tipos de amortización de los bienes de inversión

Derechos de arrendamiento y mejoras en propiedades arrendadas. El arrendamiento operativo no implica una inversión por parte del arrendatario, quien solamente se compromete a pagar una renta por el uso de la propiedad. Sin embargo, cuando los pagos del arrendamiento son considerablemente menores que lo que vale el uso de esa propiedad, y cuando el acuerdo tiene un período de ejecución considerable, el derecho

de arrendamiento —así es como se llama— puede tener un valor importante. Las tierras de donde se extrae petróleo son arrendadas, por lo general, por un canon que asciende normalmente a un octavo de la producción. Los derechos de arrendamiento bajo los que se explota o se asegura una producción importante presentan un valor superior a los pagos del alquiler, y estos derechos se compran y se venden de la misma manera que el derecho de la propiedad. Se pagan primas similares —normalmente en tiempos de auge— por arrendamientos a largo plazo en propiedades inmobiliarias urbanas.

Si una empresa ha pagado una cantidad de dinero por un derecho de arrendamiento, el coste es considerado como una inversión de capital que debe amortizarse durante la vida del arrendamiento. (En el caso de un arrendamiento petrolífero, más que el tiempo, se amortiza cada barril producido, ya que el rendimiento declina con rapidez al nivel de la cifra inicial.) Estos cargos forman, en realidad, parte de la renta pagada por la propiedad y, obviamente, deben incluirse en el gasto corriente de explotación.

Cuando se construyen estructuras en una propiedad arrendada, se efectúan alteraciones o se instalan accesorios fijos, estos se consideran «mejoras de la propiedad arrendada». De esta manera su coste debería ser amortizado mientras dure el arrendamiento, ya que pasarán a pertenecer al arrendador cuando expire el alquiler. La dotación anual de una amortización hecha con esta finalidad se llama «amortización de las mejoras en propiedades arrendadas», y hasta cierto punto participa de la naturaleza de un gasto por depreciación. Con frecuencia, las cadenas comerciales suelen invertir considerables sumas de dinero en la mejoras de las propiedades arrendadas y, como consecuencia, las amortizaciones anuales pueden llegar a ser de importancia en sus cuentas de pérdidas y ganancias.

Ejemplo. El balance de 31 de diciembre de 1938 de F.W. Woolworth Company asignaba un valor neto de 46.717.000 dólares a «edificios en propiedad y mejoras de instalaciones arrendadas para ser amortizadas durante los períodos del arrendamiento». El cargo a cuenta de los beneficios de 1938 de la amortización de estos edificios y mejoras de los arrendamientos ascendía a 3.925.283 dólares. Puesto que estas partidas pertenecen al grupo de amortización, se prestan al mismo tipo de tratamiento arbitrario que las demás. Al realizar la imputación anual al patrimonio neto, en lugar de al beneficio, o al amortizar a 1 dólar el capital invertido y eliminar de esa manera el gasto anual, la empresa puede excluir estas partidas de gastos de explotación de los beneficios por acción declarados y hacer que parezcan mayores.

Amortización de patentes. Teóricamente, una patente debe tratarse de la misma manera que una propiedad minera, esto es, el coste para el inversor debe ser amortizado a cargo de beneficios durante la vida que le quede. Por esta razón, es obvio que los gastos incurridos por la empresa con cargo a los beneficios —que están basados en el *valor contable* de la patente— normalmente tienen poca relevancia con respecto a la situación real de la empresa. Este tema se trata en próximos capítulos sobre la amortización desde el punto de vista del inversor, de modo que, con el fin de no tratarlo separadamente, lo analizaremos más adelante, pues los métodos contables relacionados con patentes suelen estar incluidos en los informes corporativos.

Amortización del fondo de comercio. Esta es una cuestión de poca importancia. Unas pocas empresas han aplicado la increíble política de amortizar sus fondos de comercio a cargo de los beneficios en varios plazos anuales.

Ejemplos. Radio Corporation of America asignó para este fin 310.000 dólares anuales entre 1934 y 1937. Esa práctica, que se aplicaba al fondo de comercio de su filial la National Broadcasting Company, se dejó de aplicar en 1930, aunque quedaron sin amortizar 1.876.000 dólares. Obviamente, dicha práctica no tiene bases reales, ya que el fondo de comercio no tiene un período de vida definido, aparte del que pueda tener el negocio en sí. Allí donde se encuentre esta partida, del volumen que sea, el analista debe ajustarla contra los beneficios y cancelar esta imputación.

Capítulo 35

Empresa de servicios públicos. Políticas de amortización

Omisión de los gastos de amortización. En ningún sector empresarial tiene tanta importancia práctica una política correcta de amortización como en el de las empresas de servicios públicos, aunque en ningún sector como este ha habido tantas variaciones en la teoría y en la práctica. Hace unos años hubo casos —en particular el de Cities Service Company— en que no se hizo absolutamente ninguna deducción por amortización (y agotamiento) en el balance anual, lo que llevó a una declaración errónea de beneficios por acción.¹ Una tesis que se ha insinuado a menudo es que los gastos de amortización pueden ignorarse porque se trata de meras entradas contables y no representan un desembolso de efectivo. Sin embargo, se trata de una consideración no del todo exacta. La amortización no es una mera concepción contable, porque en general registra la disminución de los valores de capital, para la cual debe efectuarse una adecuada dotación, si los acreedores e inversores quieren evitar engañarse.^{354 355}

Además, en la mayoría de los casos, los gastos de amortización se consumen o compensan en un período de tiempo incluso mayor que el de los gastos de efectivo creados para reemplazos o ampliaciones. Entre los casos minoritarios, hay muchos en los que una buena parte de la acumulada amortización se destina como remanente durante un largo período de tiempo. En ellos, está justificado que el inversor a veces haga en sus cálculos una reducción de los gastos anuales, tal como explicaremos más adelante. No obstante, el principio general que debe imperar es que es fundamental que haya un adecuado plan de amortización para

³⁵⁴ Por ejemplo, en 1925, esta empresa declaró unos beneficios de 11.497.000 dólares por «acciones ordinarias y reservas», lo que significaba 3,05 dólares por acción. Sin embargo, la amortización y los gastos de agotamiento tenían que haber sido superiores a este saldo, dejando sin *ninguna* ganancia a las acciones. Pero en ese ejercicio vendió al elevado precio de 43.

³⁵⁵ En respuesta al frecuente argumento de que un fondo de amortización es innecesario porque los activos se mantienen bien con reparaciones generosas, debemos citar la clásica frase de Hatfield: «Toda maquinaria se dirige de forma irremediable hacia un montón de chatarra, y su avance, aunque puede ser retrasado, no puede prevenirse con reparaciones.» Hatfield, Henry R., *Accounting: its Principles and Problems*, New York, 1928, p. 130.

poder alcanzar la imagen fiel de la cuenta de resultados.

Otras prácticas erróneas. Otra práctica bastante común es la de deducir de los beneficios solo una parte de los gastos de amortización, sacándolos del patrimonio neto. En algunos casos, las cantidades imputadas a resultados se basaban en los denominados «mínimos de contratación» (un porcentaje de los beneficios brutos destinados al mantenimiento y a la amortización que había que deducirse como requisito para la emisión de bonos). Cuando estos mínimos de contratación eran menores que la amortización teóricamente necesaria nos dimos cuenta de que los requisitos establecidos tan ostensiblemente para proteger a los inversores eran, en realidad, usados para inducirles a error.³⁵⁶

Es deplorable que empresas gestionadas de manera conservadora hayan recurrido a veces a estas prácticas. Obsérvese lo siguiente en las cuentas anuales de la Detroit Edison Company 1931 y 1930.

Partida	1931	1930
Bruto	49.233.000 \$	53.707.000 \$
Neto antes de amortización	21.421.000	24.041.000
Amortización	4.000.000	6.900.000
(Porcentaje del bruto)	8,1%	12,8%
Gastos fijos	5.992.000	6.024.000
Saldo de acciones ordinarias	11.429.000	11.117.000
Beneficio por acción	8,98 \$	8,75 \$
Amortización adicional a cuenta del patrimonio neto	1.500.000	
Beneficio por acción después de imputarla al patrimonio neto	7,80 \$	8,75 \$

Pese a que los gastos de amortización de la Detroit Edison han sido inusualmente liberales en comparación con el resto de las empresas, el método contable empleado en 1931 (y también en 1934) podría ser criticado por dos razones: en primer lugar, porque su efecto, que no su propósito, era disimular el descenso real de los beneficios con respecto al

³⁵⁶ En el caso de la Cities Service Power and Light, estas infravaloraciones de amortización aparecían tanto en el balance anual como en las circulares de oferta de bonos.

ejercicio anterior; en segundo lugar, porque, a causa de la buena reputación de la empresa, seguramente este engaño fue imitado por otras empresas, y eso podía impulsar de un modo malsano la nueva práctica de exagerar los beneficios mediante traspasos a cuenta del patrimonio neto.

Un ejemplo de trampas en la contabilidad. La empresa Iowa Public Service Company llevó a cabo una contabilidad irregular. En 1929 esta empresa declaró una cuenta de bienes de inversión de 25.200.000 dólares, unos beneficios brutos de 4.200.000 dólares y un gasto de amortización de solo 78.000 dólares. Es obvio lo insuficiente de esta cifra. En los ejercicios siguientes la cuota de amortización fue aumentándose gradualmente llegando a alcanzar 220.000 dólares en 1932, una cifra que se hallaba dentro de la normalidad. Sin embargo, ese mismo año, la empresa reveló formalmente que los gastos de amortización anteriores habían sido insuficientes, por medio del siguiente procedimiento:

1. Redujo el valor declarado de sus acciones comunes a 1.587.000 dólares y traspasó esta cantidad al patrimonio neto.
2. Esta partida de patrimonio neto fue utilizada inmediatamente y se le imputaron 1.500.000 dólares para amortización adicionales y 87.000 dólares para imprevistos.

En este caso vemos cómo una buena parte de los gastos de amortización imprescindibles fueron excluidos del estado de resultados durante varios ejercicios y finalmente se tuvieron en cuenta para reducir el valor de las acciones ordinarias. Un efecto de esta picaresca contable fue permitir que la empresa madre (American Electric Power Corporation) obtuviera en dividendos una suma que excedía a las ganancias reales y al patrimonio neto inicial juntos, con el grave perjuicio para los propietarios de los bonos y los accionistas preferentes.³⁵⁷

Amortización inadecuada revelada por los traspasos de patrimonio neto.

Ejemplo: el caso de la Brooklyn Union Gas es quizás el ejemplo más significativo de omisión en la cuenta de resultados de las necesarias deducciones por amortización. El alcance de la consiguiente sobrevaloración de los beneficios se puso de manifiesto de forma muy clara por los enormes traspasos que tuvieron que hacerse de las partidas de patrimonio neto. Por lo que respecta a los diez ejercicios de 1929 a 1938, los hechos pueden resumirse así:

³⁵⁷ En la nota 52 del Apéndice se dan ejemplos de otros métodos en los que la amortización y los gastos de agotamiento quedan excluidos de la cuenta de resultados junto con comentarios de las implicaciones que esto tiene.

Brooklyn Union Gas Company

A. Promedio anual 1929-1938:

Ingresos brutos.....	23.389.000\$
Amortización.....	729.000
Amortización, porcentaje bruto.....	3,1
Amortización, porcentaje de capital fijo	0,67
Beneficios declarados por acción ordinaria.....	3.791.000 \$
Beneficios distribuidos.....	<u>2.918.000</u>
Saldo patrimonio neto	873.000\$

B. Decenio 1929-1938:

Patrimonio neto, a 31 dic. 1928	29.161.000\$
Patrimonio neto, a 31 dic. 1938	<u>9.840.000</u>
Disminución del período.....	19.321.000 \$
Incremento procedente de la cta. de resultados.....	<u>8.730.000</u>
Diferencia.....	28.051.000 \$
Promedio de beneficios por acción ordinaria en la cta. de resultados	5,13 \$
Promedio de beneficios por acción ordinaria en el balance	1,36 \$

C. Explicación de la diferencia:

Traspaso de patrimonio neto a:

Amortización acumulada	25.300.000\$
Ajuste de la valoración de gastos.....	1.781.000
Gastos diversos (neto)	<u>970.000</u>
Total cargos a patrimonio neto 1929-1938.....	28.051.000 \$

D. Amortización acumulada por retiros 1929-1938:

Amortización acumulada por retiros a 31 de dic. de 1928	1.565.000\$
Adiciones del beneficio 1929-1938.....	7.290.000*
Adiciones del patrimonio neto	<u>25.300.000</u>
Total	34.155.000\$
Saldo (fondos de amortización), a 31 de dic. De 1938.....	<u>7.270.000</u>
Amortización acumulada cancelada por retiros efectivos	26.885.000 \$

* Además hubo unas asignaciones de beneficio de cerca de 130.000 dólares al año para cambiar el forro de los hornos de hulla que, en 1938. se añadieron al balance con la amortización acumulada. Si estas asignaciones se consideran equivalentes a la amortización, entonces tanto la dotación de amortización como la «amortización acumulada» se vería incrementada en aproximadamente 1.300.000 dólares en ese decenio.

Las cifras anteriores revelan un complejo, pero significativo, estado de los negocios en relación con la rentabilidad real de la empresa. El lector advertirá en ellas los siguientes puntos:³⁵⁸

1. El promedio de las ganancias declaradas de 5,13 dolare por acción fue computado después de hacerse la deducción de una pequeña «dotación por amortizaciones» en relación tanto con los beneficios brutos como con el valor de activo.
2. Estas imputaciones por retiros de activo a cargo del beneficio revelaron una insuficiencia lamentable para cubrir los retiros efectivos que se hicieron en ese período. Para afrontar estos cargos, la empresa tuvo que agotar una importante reserva para imprevistos³⁵⁹ (13.800.000 dólares al final de 1928) que tuvo además un importante impacto en el saldo de patrimonio neto.
3. Pese a que la empresa informó a los accionistas de que había ganado 51 dólares más por acción durante ese período, pagando unos dividendos de 40 dólares y reservando 11 dólares por acción como reservas, su patrimonio neto realmente *descendió* a casi 26 dólares por acción. Por lo tanto, como se indicaba en el balance, hubo un promedio de ganancias de solo 1,36 dólares en lugar de 5,13 dólares

³⁵⁸ El promedio de las ganancias declaradas de 5,13 dólares por acción fue computado después de hacerse la deducción de una pequeña «dotación por amor-

³⁵⁹ Esta reserva para imprevistos había surgido de una cuenta de «amortización devengada» que finalizó en 1916. Desde esa fecha la reserva para imprevistos que le sucedió fue equivalente a la reserva de libre disposición de los fondos propios.

por acción como se declaró en la cuenta de resultados.³⁶⁰

4. La retirada efectiva de bienes durante este período tuvo un promedio de 2.688.000 dólares por año, o el 11% bruto, en comparación con la imputación al beneficio de 729.000 dólares, o del 3,1% bruto. En el ejercicio de 1938 la empresa expuso que, de acuerdo con las nuevas demandas de la Public Service Commission de Nueva York, se había adoptado un plan de amortización, cuyos pormenores aún no se habían calculado, y que provisionalmente se estaban imputando 1.200.000 dólares anuales para este propósito. A juzgar por los datos presentados y siguiendo nuestra tesis previa, existen motivos de duda de si esta cantidad, aun siendo mayor que los cargos anteriores, fuera la adecuada.³⁶¹

Los diversos planes de amortización. La cuestión de no reflejar los gastos de amortización en la cuenta de resultados nos conduce a un tema mucho más amplio, esto es, a las bases que emplean las empresas para realizar la dotación de amortización. Los métodos empleados son de lo más diverso, aunque expondremos siete de ellos como sigue:

A. Amortización contable.

1. *Método lineal.* El valor contable de cada tipo de bien depreciable es reducido al valor residual mediante cargos anuales idénticos durante su plazo estimado de amortización. Se trata de un método convencional para calcular la amortización, que es aceptado por las leyes fiscales y generalmente aplicado por todas las empresas en su *declaración del impuesto de sociedades*. Sorprendentemente, unas cuantas empresas eléctricas y de gas han utilizado este método en sus cuentas públicas de resultados. *Ejemplo:* la Union Electric Company of Missouri, una filial de la North American Company, empleó el método lineal en varios ejercicios. Sin embargo, incluso en este caso, el gasto contable declarado fue menor que el reconocido en su declaración del impuesto de sociedades (3.899.205 dólares frente a 5.549.109 dólares en 1937), una diferencia aparentemente originada por asumir un plazo más corto

³⁶⁰ Si a la empresa se le concedió un crédito para aumentar la dotación de amortización al final de 1938, comparándolo con el ejercicio de 31 diciembre de 1928, los ajustes de beneficio indicados tendrían un promedio de unos 2 dólares por acción. A lo largo de la mayor parte de este período, la empresa calculó las ganancias por acción en su memoria basándose en sus insuficientes provisiones por retiro, y de 1934 a 1936 también calculó incluso mayores ganancias por acción, incluyendo en ese sentido los inmovilizados en pleitos de tasaciones, muchos de los cuales se devolvieron posteriormente a los clientes.

³⁶¹ Obsérvese que las acciones fueron vendidas a un máximo de 248 en 1929, de 129 en 1931 y un mínimo de 10 en 1938. En 1939 se anticipó a 30 en los ingresos registrados de 3,07 dólares por acción durante los doce meses que terminaban el 30 de junio. Pero una cuota de amortización del 1% del bruto hubiera reducido los beneficios por acción.

con fines tributarios más que por propósitos de imagen.

Como explicaremos más adelante, las regulaciones recientes efectuadas por las comisiones estatales y la Comisión Federal para la Energía exigen en la actualidad un cambio a numerosas compañías para que apliquen el método lineal o el método convencional en su cuenta de resultados.

2. *Método del fondo de amortización.* Aquí el descuento se aplica para que las cantidades destinadas a la amortización obtengan intereses hasta que el bien se haya retirado. El efecto de este método es conseguir que las deducciones sean más reducidas en los primeros ejercicios y, como consecuencia, más elevadas en los últimos. Por lo general, es de este modo como lo hacen las empresas de servicios públicos de California que tienen convenios con la Comisión de Ferrocarriles estatal a una tasa de interés permitida del 6%. (Por ejemplo: Pacific Gas and Electric, San Diego Consolidated Gas and Electric); incluso en este caso las empresas optan por el sistema lineal en su declaración del impuesto de sociedades.³⁶²

B. Métodos basados en la provisión de retiro de activos. El rasgo característico de las dotaciones a provisiones por retiro es que no pretenden medir la amortización causada por el deterioro o la obsolescencia durante un período determinado, sino que se supone que proveen de unos fondos que, según criterio de la administración de la empresa, bastarán para hacerse cargo del retiro de bienes cuando esto ocurra. Tras un largo período de tiempo, la amortización y provisión por retiro deberían sumar la misma cantidad. No obstante, una política de dotaciones de este tipo permite variaciones anuales arbitrarias que reflejan las muchas o pocas ganancias, así como el esperado plazo cercano que se necesita para las retiradas efectivas. Algunas bases para calcular las provisiones por retiro de bienes son las siguientes:

4. *Porcentaje del bruto.* Este método tiende a acercarse a una tasa de amortización regular cuando el porcentaje que se toma es suficiente. Generalmente este no es el caso.

Ejemplo: la empresa Duquesne Lighting Company deducía de su

³⁶² *El método global.* Este método aplica un solo porcentaje anual a toda la cuenta de bienes amortizables en lugar de varias cuotas a las diferentes clases de activos. Presumiblemente, el objetivo es llegar a una mera aproximación de la amortización real.

Ejemplo: la empresa Commonwealth Edison dedujo el 3% del promedio del valor contable de los bienes amortizables.

bruto el 8%. Además, su deducción del impuesto sobre sociedades de 1932 a 1934 correspondió a no menos del 30% del bruto.

5. *Tasa jija por unidad de producto.* Este método se asemeja claramente al anterior y comparte la misma objeción.

Ejemplos: en 1932 la Brooklyn Union Gas Company declaró que estaba haciendo una dotación, con el fin de destinar a provisiones para retiro 3 centavos por cada 28.000 litros. (Desde entonces esta política financiera ha cambiado.) En 1937, la Cincinnati Gas and Electric Company afirmó que estaba dotando esta provisión a una cuota de 5 centavos por 28.000 litros de gas vendidos y a 2,70 dólares por mil kilovatios/hora de electricidad vendida.

6. *Combinación de porcentaje del bruto global para mantenimiento y amortización.* Mediante este método, cuanto mayor es la cantidad gastada en mantenimiento menos se reserva para amortización.³⁶³

Ejemplos: la Third Avenue Railway utilizó una deducción del 20% para mantenimiento y amortización combinados durante los ejercicios de 1912 a 1918; La Tidewater Power Company aplicó diversas tasas totales para diferentes servicios, las cuales eran (en 1936): gas y electricidad, 15%; agua, 12% y ferrocarril, 30%.

7. *Deducciones discrecionales.* La mayoría de empresas que siguen el método de las dotaciones a provisiones por retiro se han visto limitadas por una fórmula no matemática que simplemente ha basado la mayor parte de su deducción anual en el cálculo hecho por los administradores.

Ejemplos: a. Cantidades que varían cada año: Detroit Edison, Philadelphia Electric, American Water Works and Electric, American Power and Light.

b. Cantidad anual redondeada invariable: Tampa Electric imputó 430.000 dólares al año desde 1933 hasta 1939.

c. Dotación igualado a los retiros reales durante el ejercicio: es el caso de Western Union Telegraph Company de 1932 a 1936. Los 5.631.000 dólares de gastos de amortización de 1936 en su cuenta de resultados contrastan con los 11.190.000 dólares de la declaración de sociedades. La diferencia sería anotada en los libros por más de 7.199.000 dólares, que fueron declarados como

³⁶³ Aunque esta política no es aplicada de manera generalizada por las empresas al hacer su propia contabilidad, se halla con frecuencia entre los requisitos mínimos que se imponen en las escrituras de emisión de bonos y también en aquellas que impone la Comisión Nacional del Mercado de Valores como condición para aprobar una nueva emisión de bonos según la ley de 1935 para sociedades de cartera de empresas públicas.

beneficios de las acciones ordinarias de ese ejercicio. En 1937, la insuficiencia de los anteriores gastos por amortización se evidenciaron con el traspaso de 30.000.000 dólares del superávit a la amortización acumulada.

Políticas de doble contabilidad de la amortización. Hemos afirmado que, independientemente del método que se aplique en los ejercicios anuales, prácticamente todas las empresas se basan en el sistema lineal de amortización para calcular su impuesto sobre sociedades.³⁶⁴ De esta manera, el inversor se ve enfrentado a una situación ambivalente y un problema apremiante. En muchos casos es de vital importancia saber cuál es la base de amortización correcta, puesto que la cobertura de intereses de bonos y acciones ordinarias, que podrían parecer correctos tal y como están reflejados en los estados anuales de la empresa, serán totalmente insuficientes si se aceptan como correctas las cifras del impuesto sobre sociedades.

Ejemplo: los inversores no supieron de la existencia de esta disparidad hasta que se difundió en uno de los folletos de emisión publicados de acuerdo a la ley de 1933, en el que se describían las (*obligaciones*) convertibles a 5s de American Water Works and Electric Company con fecha de 1944. El documento reveló que en 1932 habían sido asignados 7.023.000 dólares como «dotación para la declaración de impuestos», mientras que para la «amortización de la cuenta de resultados» solo se habían asignado 2.747.000 dólares.

En esa época, en Wall Street, había una tendencia a minimizar la importancia de estas divergencias, por lo que en el fondo de esa amortización se hallaba una cuestión sumamente técnica y controvertida, y había tantos motivos para aceptar como base la cuenta de resultados como la declaración de impuestos.

Razones generales para aceptar la declaración de impuestos como base. Siempre hemos estado convencidos de que esta era una imprudencia peligrosamente defectuosa. Los acontecimientos ocurridos a partir de 1934 respaldan vigorosamente nuestra opinión, de manera que podemos adelantar al menos cinco razones importantes por las cuales se debe aceptar la cifra de la declaración de impuestos en vez de basar la depreciación en la cuenta de resultados:

1. La base lineal sigue una teoría contable bien definida y lógica. Si diera lugar a una excesiva deducción, el Departamento del Tesoro no

³⁶⁴ Antes de 1934, la Consolidated Edison empleó, según parece, las mismas dotaciones basadas en la provisión por retiro en la declaración tributaria y en las cuentas anuales, y desde entonces se ha beneficiado de mayores cuotas de amortización al calcular su impuesto. Los informes provisionales de 1939 sugieren el retomo al sistema anterior.

la aceptaría. Las diversas bases de provisiones por retiro son completamente arbitrarias y técnicamente defectuosas.

2. De manera general hemos visto que la idea de las «dotaciones basadas en las provisiones por retiro» es insuficiente, dada la necesidad en muchos casos de realizar importantes trasposos del patrimonio neto para reforzar la cuenta de provisión. *Ejemplo:* ver el informe de la Brooklyn Union Gas, en las páginas 578-579.
3. Desde 1934 ha habido un incremento universal de las provisiones por retiro tanto de manera absoluta como en tanto por ciento. De ello puede deducirse que estas anteriormente eran insuficientes. El alcance de estos incrementos se indica en la tabla siguiente, que abarca los ejercicios de varias empresas de servicios públicos de 1930 y 1938, y que proporciona información relativa a la amortización o a las provisiones por retiro, así como a los gastos de mantenimiento. Cabe destacar que, en los primeros ejercicios, las empresas que se basaban en las provisiones por retiro solían hacer cargos inferiores a aquellas que se basaban en la amortización. Puede observarse también que algunas de las empresas que previamente habían empleado el método de las provisiones por retiro, a partir de entonces, cambiaron al sistema basado en la amortización. Y aún más, un considerable número de empresas que, en 1938, empleaban el sistema de provisiones por retiro estuvieron a punto de cambiarlo por el basado en la amortización, debido a las fuertes presiones recibidas por parte de la Comisión Federal para la Energía y de varias comisiones estatales.
4. Ciertas comisiones estatales, así como la Comisión Federal para la Energía, ordenaron a las empresas bajo sus respectivas jurisdicciones que basaran todas sus cuentas en una tasa de amortización normal.

Ejemplos: Pennsylvania, Michigan y Nueva York.³⁶⁵ Algunas empresas importantes han tenido que cambiar forzosamente y basarse en el impuesto sobre sociedades para hacer su balance anual. Por ejemplo, la Consolidated Edison Company of New York en 1938 asignó en su informe a los accionistas 18.829.000 dólares como

³⁶⁵ Tras arduos esfuerzos por imponer una estricta política de cuota de amortización sobre las empresas de servicios públicos de Nueva York y tras haber experimentado varias revocaciones judiciales, la Comisión de Servicios Públicos de Nueva York promulgó una nueva norma que exigía que cada empresa de este tipo registrara mensualmente la cantidad fijada de amortización acumulada. La amortización fue definida como «la pérdida neta en valor de uso no recuperada por el mantenimiento actualizado, que ocurre en relación al consumo o eventual retirada de la planta en el transcurso de su vida por causas conocidas que ocurren en las operaciones en curso y contra las cuales la empresa de servicios públicos no está protegida por un seguro». No hay duda de que este es un paso hacia la contabilidad de amortización lineal.

dotaciones a provisiones por retiro y, en su declaración de sociedades, cerca de 26.800.000 dólares como amortización lineal. Durante doce meses, cuyo término era el 30 de septiembre de 1939, la empresa asignó 24.217.000 dólares como amortización en el informe provisional de los accionistas cuando en su informe por el mismo período de 30 de septiembre de 1938 le había destinado solo 17.737.000 dólares. Los ingresos brutos de explotación durante los dos últimos períodos habían sido de 248.666.000 dólares y de 239.413.000 dólares respectivamente.

5. Cuando exista una alternativa real, el inversor en títulos de valor fijo debe aplicar de manera invariable la prueba más rigurosa de su solidez.

Ejemplos: el significado práctico de las cinco razones que hemos dado es evidente en dos ejemplos, uno de ellos reciente y el otro está tomado del mercado de valores de 1930.

Teniendo en cuenta las cifras anteriores, es difícil entender cómo el inversor podría justificar la compra de preferentes de la Pennsylvania Power and Light a 5 dólares con una rentabilidad solo del 5,26%. Según el propio informe de la empresa, el margen sobre los gastos fijos y los dividendos preferentes fue totalmente insuficiente; según la amortización reflejada en el impuesto sobre sociedades, esta se encuentra recortada a más de la mitad; en el porcentaje del bruto aplicado por la Southern California Edison, el margen prácticamente desaparece.

Cuando examinamos una situación similar que se produjo en 1930, tal como podemos observar en la tabla siguiente, veremos lo importante que resultaba para el inversor reconocer la implicación de las cifras.

En este caso, cabe destacar tres factores que repercutieron en contra de los méritos de inversión de las acciones preferentes de la American Power and Light: (1) La cobertura tal y como se indica era totalmente insuficiente por auténticas razones de seguridad. (2) La cuota de amortización era muchísimo más baja. Un ajuste de los valores de Pacific Lighting hubiera reducido bruscamente el margen por encima de los requisitos de las preferentes. (3) Estos requisitos fueron temporalmente infravalorados en unos 2.000.000 de dólares, porque una gran emisión de acciones preferentes daba derecho a unos dividendos de 3 dólares, tasa que aumentó gradualmente hasta los 5 dólares de 1933.

TABLA 35.1

Depreciación comparativa o aportaciones a sistemas complementarios de pensiones de las empresas de servicios públicos de 1930 y 1938

Empresa	1930					1938					
	Bruto (en miles)	Amortización D o Provisión por retiro P (en miles)	Ratio de D o P entre bruto, %	Manteni- miento (en miles)	Ratio de manteni- miento, %	Ratio de la amorti- zación del ejercicio o provisión por retiro entre la media de la cuenta de bienes inmuebles, %	Bruto (en miles)	Amortización D o reserva para jubilación P (en miles)	Ratio de D o A entre bruto, %	Manteni- miento (en miles)	Ratio de manteni- miento, %	Ratio de la amorti- zación del ejercicio o provisión por retiro entre la media de la cuenta de bienes inmuebles, %
Kansas City Power & Light Co.	14,504 \$	2,036 \$ D	14,0	? \$	3,2	6,365 \$	2,321 \$ D	14,2	760 \$	4,6	2,8
Pacific Lighting Corp.	48,838	6,784D	13,9	?	3,1	45,501	5,755D	12,6	1,569	3,4	3,2
Detroit Edison Co.	53,707	6,909R	12,8	3,199	3,3	54,813	7,371R	13,5	3,828	7,0	2,3
Southern California Edison Co.	41,129	5,014D	12,2	1,180	1,5	42,997	6,235D	14,5	1,841	4,3	1,8
Pacific Gas & Electric Co.	76,578	8,865D	11,6	3,796	5,0	101,425	14,378D	14,1	4,604	4,5	2,0
North American Co.	133,751	14,274D	10,7	?	2,0	116,572	14,908D	12,8	7,515	6,4	2,1
Engineers Public Service Co.	53,042	4,905R	9,2	3,446	1,7	52,716	5,718R	10,8	3,587	6,8	1,7
American Gas & Electric Co.	68,601	5,898D	8,6	?	1,4	72,502	10,607D	14,6	4,155	5,7	2,4
International Hydro-Electric System.	46,414	3,970R	8,6	3,321	1,0	61,217	5,525R&D	9,0	3,979	6,5	1,0
Public Service Corp. of N.J.	138,162	11,904D	8,6	12,881	1,9	126,821	10,284D	8,1	10,095	8,4	1,6
Columbia Gas & Electric Corp.	96,130	8,138R†	8,5	?	1,4	92,968	10,059R†	10,8	6,005	6,5	1,6
Commonwealth Edison Co.	84,004	7,109R	8,5	?	2,4	139,545	16,868D	12,1	7,915	5,7	2,6
Electric Power & Light Corp.	75,048	6,165R†	8,2	?	0,8	104,233	16,016R†	15,3	?	?	2,4
Duquesne Light Co.	28,676	2,294R	8,0	1,410	1,4	30,072	2,948R	9,8	2,314	7,9	1,5
Northern States Power Co. (Del.)	33,272	2,560R	7,7	1,778	1,1	35,616	3,093R&D	8,7	1,771	5,0	1,4
American Water Works & Electric Co.	54,067	4,105R	7,6	4,252	1,1	50,004	4,759R†	9,5	3,759	7,5	1,3
United Gas Improvement Co.	108,374	8,040R	7,4	5,586	1,4	107,249	9,214R&D	8,6	5,930	5,5	1,5
Consolidated Gas, etc., of Baltimore	28,582	2,075R	7,3	1,389	1,7	34,557	3,345R	9,7	1,767	5,1	2,4
National Power & Light Co.	80,376	5,901R	7,3	?	1,2	84,686	7,403R	8,8	6,006	7,1	1,6
Commonwealth & Southern Corp.	137,752	9,548R	6,9	?	0,9	145,915	16,266R	10,9	9,562	6,4	1,5
Detroit City Gas Co.†	18,446	1,271D	6,8	1,199	2,0	20,038	929R&D	4,6	1,218	6,1	1,2
Public Service Co. of Northern Ill.	35,405	2,400R	6,8	2,013	1,8	39,648	4,240D	10,8	2,247	5,7	2,6
Peoples Gas Light & Coke Co.	39,881	2,584R	6,5	?	1,6	41,390	3,093D	7,5	1,653	4,0	2,0
American Power & Light Co.	87,088	5,556R	6,4	?	0,9	96,884	9,633R†	10,0	4,738	4,9	1,3
Consolidated Edison Co. (N.Y.)	238,758	15,033R	6,3	17,047	1,3	240,896	18,829R	7,8	16,328	6,8	1,5
Illinois Power & Light Corp. §	37,123	2,239R	6,0	3,628	1,1	24,938	2,815R	11,3	1,514	6,1	2,2
Niagara Hudson Power Corp.	78,834	4,763R	6,0	?	0,7	82,371	10,977D	13,3	4,956	6,0	2,0
Associated Gas & Electric Co.	84,219	4,849R	5,8	?	0,7	129,323	11,982R	9,2	8,139	6,3	1,3
Panna. Power & Light Co.	31,006	1,500R	4,8	2,464	0,7	39,237	2,934R	7,5	2,847	7,3	1,3
American & Foreign Power Co.	78,656	3,437R	4,4	?	0,5	59,809	5,370R	9,0	?	?	0,5
Brooklyn Union Gas Co.	25,698	669R	2,6	2,034	0,6	22,489	1,200D	5,3	1,656	7,3	1,1

* Ver las cifras de la página anterior. † Esta cifra incluye el factor agotamiento. ‡ En la actualidad, Michigan Consolidated Gas Company. § En la actualidad, Illinois Power Company.

El declive en el mercado de valores a 6 dólares por acción preferente en 1938 fue debido a reducciones en el dividendo a principios de 1933, lo que provocó a su vez un beneficio neto más bajo que absorbió el reducido margen de los requisitos para las preferentes antes mencionados en 1929. La recuperación de los ingresos declarados después de 1933 se detuvo, en parte, por la necesidad de incrementar la cuota de amortización gradualmente con el fin de presentar una cifra acorde con la realidad.

	Pennsylvania Power & Light	Southern California Edison Co. (añadida para comparar)
	Resultados al cierre del ejercicio en 30 de junio 1939	
Partida		
Beneficio bruto	39.232.000 \$	44.421.000 \$
Amortización	2.815.000	6.872.000
Porcentaje del bruto	7,2%	15,5%
Saldo de gastos	13.985.000	19.349.000
Cargos y dividendos de acciones preferentes	10.171.000	11.891.000
Beneficios por acción	1,38 veces	1,63 veces
Saldo de acciones ordinarias	3.814.000	7.458.000
Precio de acc. preferentes en julio de 1939	95 por 5 \$ emisión de div.	29 por 1,50 \$ emisión de div.
Rentabilidad de preferentes	5,26%	5,17%
Amortización según el impuesto sobre sociedades (1938)	4.947.000	
Porcentaje del bruto	12,6%	
Cargos y dividendos por preferentes deven- gados, según impuesto sobre sociedades	1,17 veces	

	American Power & Light	Pacific Lighting (añadida para comparar)
	Resultados al cierre del ejercicio en 30 de junio 1939	
Partida		
Beneficio bruto	88.222.000 \$	43.275.000 \$
Amortización	5.317.000	5.525.000
Porcentaje del bruto	6,0%	12,9%
Saldo de gastos	44.349.000	14.257.000
Gastos fijos y dividendos por preferentes	32.762.000	7.623.000
Beneficios por acción	1,36 veces	1,87 veces
Saldo de acciones ordinarias	11.587.000	6.634.000
Máximo de 6 \$ preferente en 1930	107	106
Mínimo en 1938	19	99

Casos en los que el sistema basado en el impuesto sobre sociedades debe rechazarse o cuestionarse. El lector habrá podido constatar que, por lo general, acón- sejamos la aceptación del impuesto sobre sociedades como base. Esta sugerencia se sustenta en que a veces puede haber razones tanto para aceptar las cifras del ejercicio anual como para buscar una base de amortización distinta.

El caso de la Pacific Lighting que hemos utilizado para efectuar la comparativa en el último ejemplo, ilustra la primera excepción. Las cifras de 1929 fueron tomadas del ejercicio anual y se basan en el método del «fondo de amortización» que generalmente se aplica mediante acuerdos entre la Comisión de California y las empresas de servicios públicos de este estado. Da la impresión de que las deducciones por amortización son de promedio más bajas que la deducción lineal de la declaración de impuestos. A pesar de todo, las cifras presentadas por la empresa pueden aceptarse, primero porque resultan de la aplicación de un método contable admisible y, segundo, porque parece que las cantidades son generosas tanto en relación con la cuenta de bienes inmuebles como de los beneficios brutos. El mismo razonamiento se aplicaría a todos los servicios públicos de California.

Existe otro gran grupo de empresas que han registrado dotaciones de amortización que, en sí mismas, parecen bastante generosas pero que son sustancialmente menores que las deducciones del impuesto sobre sociedades.

Ejemplos: en 1938 la Detroit Edison anotó un 13,5% bruto en su informe a los accionistas, contra el 18,2% bruto en su declaración de impuestos de ese ejercicio. Las cifras correspondientes de la North American Company en 1937 fueron de 12,8 y 14,8%, respectivamente.

En estos casos, el inversor —y particularmente el comprador de acciones ordinarias— podría argumentar que el impuesto sobre sociedades como base es excesivamente severo. Es difícil pronunciarse sobre este aspecto sin tener un conocimiento exhaustivo de los bienes y una mayor familiaridad que la que tenemos sobre el funcionamiento de las empresas de servicios públicos. Nos inclinamos a pensar que cuando la cifra del impuesto excede, digamos, un 12,5% bruto, debe usarse provisionalmente la última como cuota.³⁶⁶ Cabe señalar que, hace varios años, una

³⁶⁶ La cuota del 12,5%, que se encuentra a medio camino entre la cifra promedio utilizada por la empresa en sus declaraciones sobre sociedades y en los informes a los accionistas, está bastante cerca del promedio de la cuota de depreciación basada en el fondo de amortización que es como se declara en la actualidad. Un estudio publicado en mayo de 1930 por la Goodbody and Company —miembro del Mercado de la Bolsa de Valores de Nueva York—, que abarcaba a cerca de dos tercios de la industria eléctrica y energética, indicaba que la industria en su totalidad había deducido un 10,46% del ingreso bruto en

deducción del 10 al 12% del bruto era comparativamente generosa.

Efecto en la práctica de las diversas políticas de amortización. El lector puede considerar que las políticas de amortización de las empresas de servicios públicos son poco interesantes y demasiado técnicas, pero sigue siendo un hecho que estas son las que están de forma práctica más relacionadas con la selección de las acciones de estas empresas y con su comportamiento en el mercado. Aquellas empresas que dotaron antes de 1934 una amortización inadecuada fueron generalmente sobrevaloradas en el mercado de valores, porque los inversores prestaron a este aspecto una atención insuficiente. Un analista meticulado habrá tenido que aconsejar, en muchas ocasiones, a compañías menos conservadoras que adoptasen principios más conservadores, ya que en los últimos años ha habido una tendencia de este sector a incrementar gradualmente sus cargos de manera sustancial, a refrenar sus ganancias declaradas, así como también sus precios de mercado. El siguiente ejemplo ilustrará este desarrollo:

Ejemplo:

American Water Works and Electric vs. Pacific Gas and Electric¹

concepto de amortización o de provisiones por retiro en sus cuentas anuales del ejercicio de 1937 y que había reclamado en su declaración de impuestos un 14,78% de amortización bruta. En un estudio detallado publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en julio de 1939, que comprendía ciento setenta y siete empresas de gas y electricidad que formaban parte de sociedades de cartera, mostraba que en 1938 los fondos de amortización o de provisiones por retiro registrados en sus cuentas de resultados tenían un promedio de 10,30% del bruto de los resultados de explotación. Un estudio realizado por la Comisión Federal para la Energía sobre los resultados proporcionados en 1937 por trescientas ochenta y cinco empresas de servicios públicos —lo que representaba el 90% de la industria de servicios públicos medido por activos— mostró una media de dotación de amortización del 10% de los ingresos de explotación de las eléctricas y un 9,2% del total de resultados de explotación de las empresas de servicios públicos. Ver *Statistics of Electric Utilities for the Year Ended December 31, 1937*, vols. I y H, 1939.

Partida	Media 5 años 1927-1932		Cierre de ejercicio 30 de junio, 1939	
	Amer. Water Works & El.	Pacific Gas & El.	Amer. Water Works & El.	Pacific Gas & El.
Beneficios brutos	50.260 \$	72.175 \$	51.791 \$	104.529 \$
Amortización	3.665	8.330	5.278	14.679
Porcentaje bruto	7,3%	11,6%	10,2%	14,0%
Disponible para gastos fijos	20.998	30.717	17.898	37.416
Interés y dividendos de acc. preferentes	16.290	18.785	16.768	20.198
Saldo de acc. ordinarias	4.708	11.932	1.130	17,218
Beneficio por acción	2,69	2,67	0,48	2,75
Ajuste de beneficio por acción ²	1,47	2,67	def.	2,75
	Ejercicio 1933		Julio 1939	
Precio promedio	27	23 1/2	10 1/4	31 3/4

¹ Las cifras con el símbolo del dólar son en miles, excepto las de por acción.

² Margen para amortización en el porcentaje bruto tomado de la Pacific Gas and Electric.

El precio de la acción ordinaria de la American Water Works se basó aparentemente en las ganancias declaradas de ejercicios anteriores, sin tomar en cuenta que la dotación a provisiones por retiro era claramente insuficiente. Una buena parte de la reducción, siete años después, de la cantidad disponible para acciones ordinarias fue debida a la necesidad de incrementar estas dotaciones de acuerdo con la tendencia general.

Adjuntamos el informe sobre los beneficios de la auditoría de la Pacific Gas and Electric para demostrar que en 1933 el comprador de acciones de las empresas de servicios públicos podía haber obtenido mucho más por su dinero si hubiera estado dispuesto a examinar exhaustivamente las políticas de amortización.

Capítulo 36

Gastos de amortización para el inversor

Hemos hecho hincapié varias veces en que un gasto por amortización o agotamiento, que es técnicamente correcto desde el punto de vista financiero, puede no reflejar la situación de manera adecuada en lo que respecta al comprador de las acciones de la empresa a un precio determinado.

Ejemplo hipotético de este problema. Este tema puede entenderse más fácilmente mediante un ejemplo simple e hipotético.

Vamos a suponer que las empresas A, B y C pertenecen al sector del transporte con camiones. Cada una tiene un solo camión, cada una está capitalizada con 100 acciones sin valor nominal, y cada una gana 2.000 dólares anuales antes de amortización.

La empresa A pagó 10.000 dólares por su camión.

La empresa B pagó 5.000 dólares por su camión.

La empresa C pagó 5.000 dólares por su camión, pero aplicó una política «ultraconservadora»

y rebajó su valor contable a 1 dólar.

Es de suponer que la compra del camión más caro efectuada por la empresa A es un error, y que en las tres empresas la dirección es eficaz y la situación general idéntica.

Los contables dieron una vida útil a estos camiones de cuatro años. Basándonos en ello, las cuentas de resultados de estas tres empresas serían las siguientes:

Partida	Empresa A	Empresa B	Empresa C
Neto antes de amortización	2.000	2.000 \$	2.000 \$
Amortización (25%)	2.500	1.250	0
Saldo de acciones ordinarias	500(d)	750	2.000
Devengado por acción	0	7,50 \$	20 \$

Valoración habitual del mercado típica. De acuerdo con los estados auditados, la empresa A está perdiendo dinero, la B gana un 15% de su capital y a C le va realmente bien. Un «inversor» embebido de la nueva sabiduría de las valoraciones bursátiles consideraría prácticamente sin valor las acciones de la empresa A, tal vez a 5 dólares por acción haciendo una estimación generosa. Por otra parte, podría valorar las acciones de B y C alrededor de unas diez veces las ganancias, lo que generaría 75 dólares por acción en los títulos de B y no menos de 200 dólares por acción en los de C. Este procedimiento da como resultado la siguiente valoración de las tres empresas:

Empresa A	500 \$
Empresa B..... ,.....	7.500 \$
Empresa C.....	20.000 \$

Lo absurdo de estas valoraciones es demasiado obvio como para explicarlo. Sin embargo, estas son la fiel aplicación de los métodos contables habituales y de la lógica seguida por Wall Street. En primer lugar, el resultado es que una empresa con un activo menor es declarada, *por esa sola razón*, menos valiosa que una empresa con un activo superior; y en segundo lugar, que, por el simple gesto de rebajar sus activos a cero, una empresa es capaz de aumentar enormemente el precio de mercado de sus acciones.

La irracionalidad de las valoraciones a través del balance. Lo irracional de estas conclusiones es incluso más manifiesto si se examina el balance. Supongamos que las empresas han tenido actividad durante tres años (para simplificar) y que empezaron sin capital circulante. La empresa A, al perder dinero de forma constante, lógicamente no ha pagado dividendos; la empresa B ha gastado dos tercios de sus ganancias, es decir, 5 dólares por acción anualmente, y la empresa C ha pagado tres cuartas partes de sus beneficios, o 15 dólares por acción. El balance resultante es el que se muestra en la tabla siguiente.

Pese a que la empresa A tiene un déficit en la cuenta de pérdidas y ganancias, ha acumulado una importante cantidad de efectivo, presumiblemente «consignado» como fondo de amortización. Sin embargo, la empresa C, que ha mostrado las mayores ganancias, posee con diferencia la menor cantidad de efectivo. El valor de mercado de 5 dólares por acción propuesto por la empresa A ascendería a solo *una doceava parte* de su efectivo, mientras que el precio de 200 dólares de las acciones de la empresa C igualaría, en más de doce veces, el efectivo que hay tras ellas.

Un enfoque más lógico. Estos resultados propios de *Alicia en el país de*

las maravillas son los que se obtendrían con la lógica aceptada por el mercado de valores. Hagámonos ahora una pregunta más razonable: «¿Cómo determinaría un empresario el *valor lógico* de estas tres empresas?» El sentido común le diría inmediatamente que estos tres negocios, independientemente de sus activos, tienen igual valor. Por razones prácticas empresariales se vería inclinado a dar una valoración mayor al vehículo más caro de la empresa A, por encima de los camiones más baratos de las empresas B y C. No hay la más mínima duda de que este empresario concederá la máxima importancia a los correspondientes efectivos de caja de cada empresa.

Partida	Empresa A	Empresa B	Empresa C
Activos:			
Camión	10.000 \$	5.000 \$	1 \$
Efectivo	6.000	4.500	1.500
Total	16.000 \$	9.500 \$	1.501 \$
Pasivos y patrimonio neto:			
Capital social	10.000 \$	5.000 \$	1 \$
Amortización acumulada	7.500	3.750	
Resultado	1.500(d)	750	1.500 \$
Total	16.000 \$	9.500 \$	1.501 \$

Por todo ello, su razonamiento discurrirá de la manera siguiente: cada negocio vale, en primer lugar, la cantidad de su efectivo más el valor razonable de su camión en el mercado. También debería pagarse una cierta cantidad por el fondo de comercio, porque las ganancias sobre el capital medio que se requiere para el negocio, después de tener en cuenta la *amortización necesaria*, serían bastante sustanciales. Este valor del fondo de comercio sería el mismo para las tres empresas.

Partida	Empresa A	Empresa B	Empresa C
Efectivo	6.000 \$	4.500 \$	1.500 \$
Camión (estimación)	1.500	1.000	1.000
Fondo de comercio (estimación)	2.000	2.000	2.000
Valor total	9.500 \$	7.500 \$	4.500 \$

¿Cuál es la relación de la dotación de amortización de las empresas con estas valoraciones? La respuesta es que el gasto efectuado por la empresa B podría aceptarse por ser relevante porque *se corresponde bastante bien con las circunstancias del negocio*. En parte por coincidencia, la valoración que haga el empresario acerca de la empresa B será idéntica a la obtenida con el método de Wall Street. Sin embargo, en el caso de la empresa A y de la empresa C, los gastos de amortización realizados por la dirección de cada empresa estarán totalmente fuera de lugar en relación con la realidad del negocio. En el primer caso, estos serán mucho más elevados como consecuencia del excesivo coste de los activos fijos. Semejante error debe corregirse mediante la rebaja de la cuenta de bienes inmuebles (y de la cuenta de capital) hasta un valor de negocio razonable, contra el cual se acumulará la dotación de amortización. En el caso de la empresa C, los activos han sido deliberadamente infravalorados con el propósito de suprimir una dotación de amortización que *debe* considerarse sin las ganancias porque la inversión del propietario se está, de hecho, depreciando. Si el empresario o el inversor *va a pagar algo* por el camión (o por el negocio que precisa un camión) no tiene otro remedio que tener en cuenta la amortización sobre la cantidad que ha pagado, aunque *imagine* que no hay tal inversión.

Aplicación práctica del razonamiento anterior. A continuación vamos a ver de qué manera el anterior razonamiento puede ser aplicado en algunas de las actuales situaciones con las que se enfrenta el comprador de títulos.

Ejemplos. Como primer ejemplo presentaremos el informe del estado financiero de la Eureka Pipe Line Company durante los ejercicios de 1924 a 1926.

Ejercicio	Ingresos brutos	Neto antes de amortización	Amortización	Resultado
1924	1.999.000 \$	300.000 \$	314.000 \$	14.000 \$(d)
1925	2.102.000	541.000	498.000	43.000
1926	1.982.000	486.000	500.000	14.000(d)
Media de 3 ejercicios	2.028.000	442.000	437.000	5.000
Por acción ordinaria (sobre 50.000 acciones)		8,84 \$	8,74 \$	0,10 \$

La columna final evidencia que, durante los tres ejercicios que se analizaron, las acciones no obtuvieron prácticamente ninguna rentabilidad, con lo que presumiblemente estas no tuvieron valor alguno desde el punto de vista de una empresa solvente. Pero ¿podría justificarse eso desde el punto de vista del negocio? Como en nuestros hipotéticos ejemplos, la cuestión ha de girar de nuevo sobre el buen uso de los gastos de amortización. Los datos siguientes aportarán una mayor claridad sobre este aspecto del expediente de la Eureka Pipe Line Company (las cifras son en miles):

Ejercicio	Gasto de amortización por año	Gastado en la actualidad para sustituciones de plantas, etc.	Gasto de amortización no utilizado	Ganancias después de amortización	Ajustes de patrimonio neto	Efectivo total disponible para las operaciones del ejercicio	Beneficios distribuidos	Agregado a los activos de liquidez inmediata netos
1924	314 \$	75 \$	239 \$	14 \$(d)	ab. 38 \$	263 \$	350 \$	87(d) \$
1925	498	ab. 51	549	43	déb. 43	549	200	349
1926	500	194	306	14(d)		292	200	92
Media de 3 años	407	73	365	5	déb. 2	368	250	118

Podemos observar que los gastos de la cuenta de bienes inmuebles dan como resultado un promedio de solo 73.000 dólares al año, a fin de que estuviera disponible la suma de 368.000 dólares anuales en *efectivo real* y, de ese modo, añadirse al capital de explotación o utilizarse como dividendos (que previamente habían sido imputados al patrimonio neto). Está claro que, para sus propietarios, este negocio era una manera de producir efectivo y, por esta razón, tenía un valor sustancial de empresa en funcionamiento, pese a que los elevados gastos de amortización hicieran parecer que no tenía ninguno.

Cómo asignar una adecuada dotación de amortización. En este caso, como en nuestro hipotético ejemplo, el inversor o el analista de inversiones debe rechazar la cuota de amortización de la empresa y esforzarse por establecer otra cuota más en consonancia con la situación real del negocio. ¿Cómo puede determinarse la cuota adecuada? La respuesta nos la proporcionan las compañías de transporte, porque sabemos razonablemente cuál es la amortización que debe tenerse en cuenta para poder mantener dichas empresas operativas, si bien en la

práctica este conocimiento exacto casi nunca es posible. Ignoramos cuánto tiempo durarán los activos fijos de la Eureka Pipe Line o cuánto costará reemplazarlos. Lo más conveniente es formular unas someras estimaciones basadas en hechos que puedan conocerse. La única ventaja de estas estimaciones puede ser que, con toda probabilidad, se encuentren más próximas a la cuota apropiada que las cifras proporcionadas por la empresa, que son insostenibles.

Concepto de «amortización ajustada». Al estudiar el informe de la Eureka Pipe Line desde un punto de vista empresarial, es evidente que, para empezar, la amortización acumulada debería no ser inferior al promedio de los gastos destinados a la propiedad. La razón principal para reducir los gastos de amortización de la empresa es que estos no reflejen adecuadamente el efectivo disponible de las operaciones. Los desembolsos sobre la cuenta de bienes inmuebles, incluyendo el nuevo capital circulante, representan una porción de los fondos de amortización que no está disponible en efectivo, por lo que, como consecuencia, dicha porción debe considerarse la cantidad mínima de amortización que debe quedar como margen para llevar a cabo el negocio. A ese elemento lo llamaremos *gasto de amortización ajustada*. (Si el aumento de la cuenta de bienes inmuebles excede a la amortización del ejercicio, entonces la amortización debe considerarse «ajustado».) En el caso de Eureka Pipe Line, el promedio de estos gastos durante los ejercicios de 1924 a 1926 fue de 73.000 dólares. Un período de tiempo demasiado corto para poder sacar conclusiones. Lo que ocurre es que Eureka mostró casi los mismos resultados durante un período mucho más largo, de manera que puede utilizarse la cifra del período 1924 a 1926 como base para realizar el cálculo.³⁶⁷ En cuanto a la amortización acumulada normal hemos de advertir al lector que no debe basar sus ideas en períodos de tiempo cortos, esto es, de menos de diez años, a menos que sepa que la *naturaleza del negocio* le ofrece una garantía de dicha conclusión.

Amortización a largo plazo, una forma de obsolescencia. La segunda cuestión es qué cantidad debe destinarse como dotación para que sirva en caso de un eventual desgaste de toda la propiedad; en otras palabras, para las sustituciones más importantes que se hayan de hacer con el tiempo.

³⁶⁷ La «amortización ajustada» se calcula así: del gasto de amortización del ejercicio se deduce la *disminución* en el activo fijo neto de las instalaciones (en el balance, instalación menos amortización).

Ejemplo: activo fijo neto de las instalaciones, a 31 de diciembre de:

1923.....	6.122.000 \$
1924.....	5.883.000 \$
(1) Disminución neta.....	239.000 \$
(2) Gasto por amortización, 1924.....	314.000 \$
Amortización ajustada: (2) menos (1).....	75.000 \$

Esta es la principal función de la dotación de amortización en todas aquellas discusiones teóricas sobre este asunto, y los ejemplos de las compañías de transporte se basan en una sencilla aplicación de esta idea (la cuenta del total del activo no corriente tiene que ser sustituida al final de los cuatro ejercicios). Sin embargo, hemos de reconocer que, en la práctica, este agotamiento total y sustitución son realmente poco frecuentes. Una empresa normal no acumula ningún fondo de efectivo importante durante una serie de ejercicios para emplearlo luego en la sustitución de sus instalaciones cuando lleguen al final de su vida útil. De hecho, las fábricas no se desgastan sino que se vuelven obsoletas. En nueve de cada diez casos, las instalaciones se abandonan a causa de cambios en el sector, de la situación de la empresa o de la localidad en la que las instalaciones se encuentran ubicadas, o bien por otras razones que no están relacionadas con la amortización real.

Dichas evoluciones constituyen *riesgos empresariales*, cuya magnitud no admite ninguna ingeniería financiera o previsión contable. En otras palabras, el factor de la *amortización a largo plazo* queda, en realidad, eclipsado y absorbido por el riesgo de *obsolescencia*.³⁶⁸ Este riesgo es esencialmente un problema de inversión y no un problema contable, pues no debería actuar para disminuir las ganancias (como es el caso de una dotación de amortización) sino más bien para disminuir el precio a pagar por una rentabilidad sujeta a dicho riesgo del negocio.

Aplicación de lo anteriormente expuesto para determinar la rentabilidad. Vamos a intentar relacionar estas conclusiones con el caso de la Eureka Pipe Line. Hemos observado que el gasto de amortización acumulada es de cerca de 75.000 dólares anuales como media. No hay indicios de que toda la instalación deba ser reemplazada en una fecha predecible. Por el contrario, la línea parece disponer de una vida indefinida debido a los continuos desembolsos en mantenimiento, reparaciones y renovaciones. En este sentido se asemeja más a una compañía ferroviaria que a una de transporte. Según nuestra opinión, solo debería deducirse de los beneficios el gasto de la amortización ajustada. El resto de la amortización es, en realidad, el *riesgo de obsolescencia*, que está relacionado con el posible agotamiento de los yacimientos petrolíferos.

³⁶⁸ No es frecuente que las empresas registren pérdidas por deterioro de valor en sus cuentas de activos. La ley de Impuesto Sobre Sociedades permite una deducción por deterioro de valor solo después de que haya tenido lugar, por esta causa, una clara pérdida de valor que sea demostrable. En unos pocos casos, el gasto de amortización es calificado en el estado de resultados como «amortización [agotamiento] y obsolescencia». *Ejemplo:* Alleid Chemical and Dye Corporation.

Una bonificación especial por obsolescencia, a partir de ganancias por causa de una evolución específica puede observarse en los informes de 1934 a 1936 de la Southern Pacific Golden Gate Ferries, Ltd. A finales de 1936 se creyó que la construcción de los puentes de San Francisco iba a dejar obsoletos a los ferrys.

Este aspecto debería tenerse en consideración solo después de que se hayan obtenido las ganancias y no antes. Un sistema contable apropiado para el caso sería el siguiente:

TABLA 36.1
Eureka Pipe Line (en base al período 1924-1926)

Partida	Total	Por acción
Beneficios antes de amortización	442.000 \$	8,84 \$
Gasto por amortización ajustada, estimados	75.000	1,50
Saldo: Rentabilidad sujeta a los riesgos del negocio, incluyendo la obsolescencia	367.000 \$	7,34

El problema de valorar la rentabilidad. Las cifras de la empresa durante este período no mostraban rentabilidad alguna. Sin embargo, nuestras cifras muestran una rentabilidad de aproximadamente de 7 dólares por acción, lo que indica claramente un valor sustancial para la empresa. El *precio* que realmente puede pagarse por dicha rentabilidad está sujeto a todas aquellas consideraciones que forman parte del proceso de compra de un negocio en marcha; es decir, por un lado, las posibilidades de aumentar el beneficio y, por otro lado, los numerosos riesgos de pérdidas, entre los que la obsolescencia de los activos no corrientes es solo una. Por ejemplo, si pareciese conservador exigir unos beneficios de la inversión del 20% para cubrir con seguridad estos riesgos, entonces el valor anotado anteriormente en las acciones de la Eureka Pipe Line sería de unos 35 dólares por acción. Sin embargo, trataremos este asunto con mayor detalle cuando hablemos de la *valoración* de las acciones ordinarias. En este capítulo es suficiente señalar que tanto en el caso actual de la Eureka Pipe Line como en el hipotético caso de la empresa de transporte A, era necesario y factible que el inversor estableciera un plan de amortización significativamente diferente de aquel empleado por la propia empresa.³⁶⁹

Amortización de edificios de oficinas. En la actual práctica de inversiones, el anterior razonamiento halla su más extensa aplicación en el

³⁶⁹ Es evidente en este caso que los gastos de amortización oficiales no aguantarían una revisión por el hecho de que la propia empresa, ejercicio tras ejercicio, hiciera cambios bastante arbitrarios en sus métodos de cómputo. En 1929, por ejemplo, el plan de amortización fue abruptamente recortado a 176.000 dólares. (Datos facilitados en sus cuentas anuales a la Comisión Interestatal de Comercio.)

ámbito de los valores inmobiliarios. ¿Cuál es la verdadera función de la dotación de amortización en el análisis de numerosas emisiones de bonos que están garantizadas por derechos de retención sobre edificios de oficinas? Está claro que la deducción por amortización se trata de un cálculo contable más que de un cálculo de inversión. Este está basado en la presunción de que el coste original está siendo gastado como consecuencia del deterioro uniforme y regular durante un período, por lo general, de cincuenta años. Sin embargo, sería una auténtica coincidencia que esta operación aritmética se correspondiera con los datos de la inversión. Lo cierto es que los edificios de piedra y acero no se desgastan en cincuenta años. Envejecen y son derribados después de un tiempo que depende de su duración, que no se mide por su deterioro sino por las actuales condiciones de la propiedad inmobiliaria. Más aún, en el caso de los numerosos bonos inmobiliarios, que pueden comprarse con importantes descuentos en su valor nominal, la amortización que determine el inversor, tanto de la amortización como de la obsolescencia, estaría basada en un coste mucho más bajo que el valor contable, que se halla sujeto a una amortización convencional. En este aspecto puede ser de utilidad el concepto «amortización ajustada», porque el promedio de desembolsos para sustituciones debe considerarse como el equivalente a un gasto de explotación efectivo. (A modo de aclaración habría que tener en cuenta que este punto es importante a la hora de analizar los *bonos hoteleros*. Sin embargo, es más importante aún advertir al inversor de que los bonos hoteleros deben ser considerados obligaciones de un tipo de empresa especial y no una modalidad de títulos inmobiliarios.)

Ejemplo. Un breve análisis de las obligaciones de primera hipoteca de la empresa 1088 Park Avenue Corporation, propietaria de un gran edificio de apartamentos en la ciudad de Nueva York, mostrará de manera evidente lo que hemos expuesto hasta ahora.

Hay en circulación 1.851.000 dólares de esta partida de obligaciones de renta fija al 2 3/4% y de interés condicional, en función de la cantidad de bonos que se retiren, hasta un 2 1/4% complementario. Todas las acciones de la empresa están sujetas a la emisión de bonos. El precio medio, en 1939, era de cerca de 35 dólares. El valor de mercado de todos los títulos era de 653.000 dólares.

Resumen del Estado de Resultados con cierre a 28 de febrero de 1939

Ingreso bruto	251.900 \$
Gastos de explotación	104.300
Impuesto sobre bienes raíces (valor fiscal 2.150.000 \$).....	63.000
Amortización (2% sobre 2.566.000 \$, valor contable del edificio)	51.000
Resultado.....	33.600
Beneficio en bonos antes de amortización.....	4,57%
Beneficio en bonos después de amortización	1,82%

El máximo permisible de bonificación anual por gastos de capital es del 6% del bruto, o unos 15.000 S. La única provisión para tales gastos, efectuada a partir de 1934, fue de 7.000 \$ destinados para tales gastos en el ejercicio de febrero de 1939.

Nuestro análisis nos permite sugerir lo siguiente:

1. Suponiendo que los ingresos y gastos de 1938 sean representativos del futuro y que la dotación para gastos de capital efectuada durante ese ejercicio sea también representativa, habrá un *ingreso efectivo* por bonos de 84.000 dólares menos 7.000 o 77.600 dólares. Esto significaría un 4,3% nominal y un 11,9% del precio de mercado.
2. Este porcentaje debe considerarse no solo aplicable a la rentabilidad de la inversión sino también como un fondo de obsolescencia que se acumula para el edificio, construido en 1925. No obstante, esta obsolescencia está controlada no solo por los años sino también por los cambios en la naturaleza del vecindario, el estilo de los edificios, etc., factores todos ellos difíciles de diferenciar de los riesgos de negocio generales.
3. El inversor puede suponer que además del generoso ingreso de efectivo, también puede recibir un interés fijo de $2^3/i\%$ nominal, es decir de 7,86% del precio de mercado. El saldo, que asciende al 4% del precio de mercado, será destinado por la empresa en parte como fondo de amortización para reducir la emisión de bonos y en parte como intereses complementarios. Y eso realmente significa que la pérdida de valor por obsolescencia será compensada al reducir la deuda. El inversor debe decidir si quiere o no que (a) la devolución de

intereses sea atractiva en comparación con las oportunidades de obtener ganancias netas más altas o más bajas y (b) las operaciones del fondo de amortización sirvan ampliamente al factor de obsolescencia. Si la respuesta es que «sí», el inversor tendrá derecho de adquisición de la emisión por ser una buena inversión, no por su bajo precio sino *a causa* de su bajo precio.³⁷⁰

4. Existe la posibilidad de que la obsolescencia sea compensada por una revalorización —cíclica, secular o inflacionaria— causada por un aumento de los valores inmobiliarios. En el pasado, la confianza en este tipo de revalorización llevó a muchos inversores a ignorar la depreciación y obsolescencia a la hora de comprar propiedades inmobiliarias. Proponemos que estas opciones sean consideradas como especulaciones, que no anulen la obsolescencia sino que ofrezcan solo una atractiva compensación, y que los compromisos de *inversión* en los bonos se justifiquen sin necesidad de incluir ninguna expectativa «de color de rosa».

Dotación de amortización inadecuada. Veamos algunos ejemplos de la situación contraria, es decir, el empleo de métodos de contabilidad financiera realizados por empresas que dan lugar a deducciones por amortización inapropiadas. Se ha de prestar una atención especial a la moda de hacer drásticas amortizaciones de los activos no corrientes con el propósito declarado de *reducir* los gastos de amortización y, por consiguiente, de *aumentar* los beneficios declarados. Esta práctica surgió durante el auge económico de 1927 a 1929, pero su mayor aplicación fue en la época de la depresión que vino después. Veamos dos casos típicos al respecto.

³⁷⁰ Podría llegarse por un camino más corto a esta deducción si el inversor se convenciera de que una caja de ahorros o una aseguradora le prestarían *más* que lo que vale esa emisión de bonos en el mercado, a modo de una «primera hipoteca institucional» con un bajo tipo de interés. De ser así, la presente emisión de bonos, que incluye acciones ordinarias y representa la *titularidad total* de la propiedad, necesariamente vale más que lo que un falso acreedor hipotecario pudiera prestarle. En esta rápida deducción hemos de suponer que la institución hará una provisión por obsolescencia y otros factores de negocio tan meticulosa como la que realice el comprador de los presentes bonos por debajo de la par.

TABLA 36.2

**Efecto de amortizar activos no corrientes
(en miles de dólares)**

Partida	Safety Car Heating & Lighting Co.		U.S. Industrial Alcohol Co.	
	Antes de amortizaciones	Después de amortizaciones	Antes de amortizaciones	Después de amortizaciones
Activo no corriente	9.578 \$	9.578 \$	29.116 \$	29.116 \$
Menos amortización	6.862	9.577	9.815	29.115
Activo no corriente (neto)	2.716 \$	1 \$	19.301 \$	1 \$
Activos inmateriales y otros (neto)	5.016	167	1.185	1.185
Inversiones en filiales, etc.	2.330	2.330	1.416	1.416
Activos circulante neto	4.379	4.379	6.891	6.891
Total	14.441 \$	6.877 \$	28.793 \$	9.493 \$
Capital	9,862 \$*	4.931 \$†	22.585 \$‡	3.739 \$
Reservas	4.362	1.729	4.458	4.004
Reserva para imprevistos	217	217	1.750	1.750
Total	14.441 \$	6.877 \$	28.793 \$	9.493 \$

* 98.620 acciones con valor nominal de 100.\$.

† 98.620 acciones, sin valor nominal.

‡ 373.846 acciones, sin valor nominal.

Ejemplos. A principios de 1933, la United States Industrial Alcohol Company y la Safety Car Heating and Lighting Company anunciaron unos planes en los que la cuenta de bienes inmuebles se amortizaba a un valor neto de 1 dólar, mediante la reducción correspondiente del capital declarado de acciones sin valor nominal y de las reservas. Dichas transacciones están abreviadas en el resumen del balance de la tabla anterior.

La revisión de la United States Industrial Alcohol Company iba acompañada de un extracto contable en el que se reflejaba que el resultado de reducir el valor contable del inmovilizado a 1 dólar comportaba la eliminación de futuros cargos por amortización. Sin embargo, se proponía la creación de una cuenta de reservas para reposiciones mediante cargos a cuenta de ingresos de unas cantidades suficientes para mantener la

sustitución de instalaciones productivas. En 1933 se creía que una cantidad idónea para este concepto sería la de 300.000 dólares, que podría compararse con los aproximadamente 900.000 dólares destinados a gastos de amortización en 1932.

El anuncio de la Safety Car iba aún un poco más allá. En 1932 no se hizo ninguna dotación por amortización, de tal manera que en ese ejercicio se declaró un beneficio neto en contraste con una pérdida en 1931, si bien el beneficio, sin la amortización, era menor en 1932. En el informe anual de ese año de la empresa se decía que: «Al eliminar la amortización del inmovilizado, con fecha de 31 de diciembre de 1932, los consejeros deberán tomar en cuenta que todos los beneficios por encima de los gastos de explotación, y la amortización sobre los bienes de inversión adquiridos posteriormente, podrán ser distribuidos entre los accionistas sin que haya ninguna reducción del activo corriente de la compañía.»

Beneficios «fabricados» desde la cuenta de amortización. El procedimiento seguido por Safety Car es idéntico al de nuestra compañía de transporte imaginaria C, que redujo el valor contable de su camión a 1 dólar y, por esa razón, evitó cargar la amortización a los beneficios. Ya hemos señalado que al destinarse un fondo para la amortización, esta no puede eliminarse de las entradas contables. El accionista de Safety Car no ganará ni un dólar más en su inversión porque sus activos no corrientes hayan sido reducidos a la nada, ni tampoco los gastos destinados al mantenimiento o a la sustitución de cualquier instalación podrán ser reducidos para hacer creer que ya no hay ninguna instalación. Observemos el documento que acompaña al informe de la Safety Car Heating and Lighting que refleja algo similar que el de la Eureka Pipe Line. Durante un período de diez años, el gasto de amortización ajustada quedó en una media de unos 500.000 dólares anuales. El registro de beneficios de esta década es aproximadamente la que se muestra en la primera tabla que aparece a continuación.

Si se analizara esta empresa en medio de la situación de incertidumbre de 1933, sería imposible determinar en qué deberíamos basarnos para hacer un buen pronóstico, si en las cifras a largo plazo o en las más recientes. Pero sea cual sea la conjetura sobre estos resultados, está claro que debe tenerse en cuenta el gasto de amortización. Si no pudieran esperarse mejores resultados que los de 1932, entonces, en el mejor de los casos, la rentabilidad sería muy reducida ya que indudablemente los gastos efectivos en las instalaciones se aproximarían, en el caso de que no se excedieran, a los 233.000 dólares de «beneficios» decíados. Si los beneficios volvieran a su media de los diez años, la eliminación de la anterior dotación de amortización provocaría una grave infravaloración de la rentabilidad real.

Partida	Media anual 1922-1931	Ejercicio de 1931	Ejercicio de 1932
Beneficios antes de amortización	1.721.000 \$	336.000 \$	233.000 \$
Gasto de amortización	669.000	442.000	Ninguna
Beneficios declarados	1.052.000	106.000(d)	233.000
«Amortización ajustada» (aproximado)	500.000 \$	130.000 \$	190.000 \$
Beneficios en efectivo disponible para acciones	1.221.000	206.000	43.000

Consecuencias de 1933 a 1938. Durante este período, la empresa declaró una media de 590.000 dólares de beneficios o 6 dólares por acción, después de asignar una media de amortización de solo 18.000 dólares. De haberse mantenido la cuota de amortización de 1922 a 1931, no hubiera habido beneficios por acción durante este período de seis años y solo hubiera habido un beneficio sustancial en el ejercicio de 1937. En dicho ejercicio, los beneficios *según se declararon*, alcanzaron los 19,72 dólares por acción y el precio ascendió a 141 para caer, en 1938, hasta 48. La evolución de la empresa en 1937 puede atribuirse a un doble error de cálculo del mercado: (1) al considerar la gran cantidad destinada a la instalación de aire acondicionado realizada en ese ejercicio como si fuera ordinaria y (2) si pensaban mantener esa cantidad, al ignorar la necesidad de una dotación de amortización sustancialmente mayor que la disparatada cifra que daba la empresa.

La amortización de la United States Industrial Alcohol Company no dio como resultado la eliminación de los gastos de amortización a cuenta de los beneficios, por lo que la empresa propuso establecer una «reserva de reposición» que fue determinada de forma arbitraria por los consejeros. En 1933 se fijó una cantidad de 300.000 dólares. Un análisis de las cifras aproximadas de los cinco años precedentes hizo prever grandes deudas por lo que respecta a la suficiencia de semejante asignación para sustituciones en condiciones normales.

Partida	Media de 1928 a 1932 según declarado*	Media de 1928 a 1932, basado en la reserva para sustituciones propuesta en 1933
Neto antes de amortización	2.090.000 \$	2.090.000 \$
Gasto de amortización	1.350.000	300.000
Saldo de acc. ordinarias	740.000	1.790.000
Beneficios por acción	2 \$	5 \$

* Después de deducir los beneficios, la compañía cargó algunas partidas al patrimonio neto.

En este caso, el activo no corriente neto (activo no corriente bruto menos amortización) aumentó 500.000 dólares durante el período de cinco años (es decir, de 18.800.000 dólares al final de 1927 a 19.300.000 dólares al final de 1932). En otras palabras, el dinero gastado en ampliación de propiedades y sustituciones sobrepasó la cuota de 6.750.000 dólares de amortización. Esta evolución es característica de muchas de nuestras grandes empresas, que tienden a incorporar instalaciones a lo largo de los años. En tales casos hemos de asumir que los gastos de amortización basados en normas de contabilidad correctas son los mínimos necesarios para que las condiciones del negocio queden reflejadas adecuadamente. No pueden sufrir cambios profundos ni amortizaciones arbitrarias por parte de la compañía ni por parte del inversor a la hora de hacer sus cálculos. Por lo tanto, si la United States Industrial Alcohol Company desea recuperar su capacidad de generar beneficio, la drástica reducción de los anteriores fondos de amortización tendrá como consecuencia, y, con toda probabilidad, una falsa sobrevaloración de la rentabilidad real.³⁷¹

Otros ejemplos de eliminación de activos no corrientes. En 1932, la Comercial Solvents Company amortizó sus activos fijos a 1 dólar. En 1929 y en 1933 respectivamente, tanto May Department Stores como Kaufmann Department Stores amortizaron su cuenta de mobiliario y otras instalaciones a 1 dólar. En 1927, la Park and Tilford Company amortizó su cuenta de maquinaria y utillaje a 1 dólar. En estos casos, los gastos de amortización quedaron reducidos a menos de lo que se consideraría una cifra adecuada.

Dilución de acciones inversa. La nueva política de amortización de activos no corrientes establece una interesante relación con las más

³⁷¹ En el capítulo 45 se dan datos de fechas posteriores de la United States Industrial Alcohol Company.

recientes concepciones sobre el valor de las acciones. Esto es la consecuencia directa de ignorar los valores del activo y monopolizar la atención sobre los beneficios por acción. Anteriormente, cuando los inversores iban a consultar el balance para verificar el patrimonio neto que había detrás de sus acciones, dicho patrimonio neto se había inflado mediante el aumento del valor del activo, muy por encima de su coste real, sin un desembolso correlativo de dinero. Esto a su vez permitía una sobrevaloración de la capitalización a la par. En esa época, la «dilución de capital» como se llamaba a esta práctica, constituía uno de los abusos más criticados de Wall Street.

Por lo que respecta al cambio de nuestra óptica financiera, debemos destacar que el término «dilución de capital» ha desaparecido casi por completo del vocabulario del inversor. Por una extraña paradoja, ahora se pretende obtener los mismos resultados falseados que se obtenían antes de 1914 con una *sobrevaloración* de los valores inmuebles, mediante la estratagema opuesta de infravalorar estos activos. Es decir, borrar el activo no corriente y, por lo tanto, eliminar la dotación de amortización y aumentar las ganancias declaradas y, por lo tanto, incrementar el valor de las acciones. La idea de que semejante juego de prestidigitación aumente el valor de un título es descabellada. Wall Street acepta aún este disparatado razonamiento, y los contables de las empresas no se resisten a mejorar sus apariencias con una maniobra tan simple.

La amortización de reservas de mineral en la adquisición de una empresa.

La diferencia entre el fondo de amortización de un inversor y de una empresa puede observarse claramente en los casos en que se produce un agotamiento de las reservas de mineral. Como señalamos en el capítulo 34, las cantidades en concepto de agotamiento que una empresa minera traspasa a la cuenta de pérdidas y ganancias se basan en ciertas consideraciones técnicas que, probablemente, son bastante irrelevantes para los accionistas.

Ejemplo. En la tabla siguiente se ilustra este tema con un estudio que muestra el balance de la Homestake Mining Company durante el ejercicio de 1925 y luego de 1938.

En un principio, el precio de 63 dólares a principios de 1939 parecería estar más justificado por los beneficios de ejercicios anteriores que el precio de 50 dólares a principios de 1926. Sin embargo, los beneficios declarados estaban basados en los gastos de amortización y de agotamiento de la empresa, que no guardan relación alguna con el precio que el comprador de acciones está pagando, de hecho, por la mina. Una

vez más es conveniente analizar este tema desde el punto de vista del empresario, que considera la compra de la empresa teniendo en cuenta las valoraciones que establecen los precios del mercado de valores.

En 1926, la valoración hubiera sido de 12.000.000 de dólares. Por esta suma hubiera obtenido cerca de 2.500.000 dólares en activos corrientes (equivalente a efectivo), de manera que la mina y las instalaciones le hubiera costado solo 10.000.000 de dólares. Esta inversión de capital es la que él hubiera tenido que amortizar, es decir, la que habría tenido que recuperar, aparte de las ganancias, junto con un beneficio adecuado antes de que la mina se agotara. En 1926, las reservas de mineral explotado señalaban que la vida mínima de la propiedad era de once años teniendo en cuenta la tasa de producción actual. Considerando que se continuaban explotando nuevas minas que proporcionaban cantidades parecidas al mismo tonelaje que se extraía de la mina original, había buenas razones para esperar una vida considerablemente más larga que la cifra mínima anterior. De cualquier forma, no pecaríamos de conservadores si contáramos con más de veinte años. En una empresa de riesgo de este tipo debería aplicarse la misma cuota de amortización a la maquinaria y otros equipos que a la propia mina, si tenemos en cuenta que las instalaciones durarán tanto como la mina y que tendrán también que ser desechadas.

TABLA 36.3
Homestake Mining Company

Partida	1938		1925	
	Cantidad	Por acción	Cantidad	Por acción
Beneficios brutos	19.496.000 \$	97,0	6.080.000 \$	24,32
Beneficios netos antes de amortización y agotamiento	10.605.000	53,0	1.894.000	7,58
Amortización y agotamiento	3.664.000	18,3	1.330.000	5,32
Resultado	6.941.000	34,7	564.000	2,25
Precio de mercado (en marzo del siguiente ejercicio)	63		50	
Valor de mercado de la empresa*	126.000.000 \$		12.500,000 \$	
% ganado en el mercado de valores	5,5%		4,5%	

* 250.000 acciones en 1925; 2.000.000 de acciones en 1938.

Cálculo de la amortización en la adquisición. La cuota de amortización tendría que ser, en consecuencia, entre un 5% y un 9% anual sobre los 10.000.000 de dólares del coste de la mina. La manera en que esto se realiza puede verse en la tabla siguiente, que incluye el análisis correspondiente a la situación de la empresa en marzo de 1939. En ambos casos se han empleado las mismas cifras de máximos y mínimos, ya que las reservas de mineral declaradas continuaban mostrando una vida de al menos once años.

Desde el punto de vista del negocio, la situación de 1925 (suponiendo que la empresa continuara) podría indicar un buen rendimiento de la inversión de 50 dólares por acción. Por los datos de que disponemos, esto no sucedía en relación con los ingresos de 1938 y con los precios relacionados de aproximadamente 63 dólares. En 1925, los gastos de amortización de la empresa fueron considerablemente más elevados que los necesarios para comprar acciones a 50; por otra parte, el comprador a 63 no podía estar seguro de que, pese a que los cargos de la empresa en 1938 estuvieran por encima de los de 1925, estos fueran suficientes para amortizar su inversión.³⁷²

³⁷² En la edición de 1934 utilizamos en este ejemplo los ingresos de la Homestake de 1933 y su precio a 36 de marzo de 1934 (equivalente a 45 después del fraccionamiento del valor nominal de 8 por 1 en 1937). El alza del precio de Homestake entre 1934 y 1939 fue algo inferior al de las empresas del sector industrial en general.

TABLA 36.4

Cálculo de amortización para el comprador de la Homestake Mining Company

Partida	En base a los ingresos de 1925, precio 50	En base a los ingresos de 1925, precio 64
Pagado por toda la empresa	12.500.000 \$	126.000.000 \$
Menos el neto de activo disponible	2.500.000	13.200.000
Pagado por la propiedad de mina (valor de la mina en el balance)	10.000.000 \$ (20.960.000)	112.800.000 \$ (7.900.000)
Beneficios antes de amortización	1.900.000	10.600.000
Beneficios exigidos sobre los activos disponibles	(5%) 125.000	(3%) 400.000
Beneficio de la inversión en la mina % devengado antes de amortización (gasto de amortización de la empresa)	1.775.000 \$ 17,8% (1.330.000 \$)	10.200.000 \$ 9,0% (\$3.664.000)
Amortización del inversor:		
Máxima 9%	900.000	10.200.000
Mínima 5%	500.000	5.670.000
Beneficio por la inversión en la mina después de amortización:		
Beneficios mínimos	875.000	—
Beneficios máximos	1.275.000	4.530,000
% ganado en la inversión de la mina		
Máximo	8,8%	—
Mínimo	12,8%	4,0%

Lo más frecuente es que una empresa minera no refleje en su informe el cargo por agotamiento, por lo que al hacer el análisis debe usarse el mismo método general. Esto significa que, cuando la vida de la propiedad es limitada, la *dotación de amortización* establecida debe ignorarse y la «amortización del inversor» debe cargarse a cuenta de los beneficios antes de amortización. Los tres factores que hay que considerar son: (1) el precio pagado por la propiedad de la mina (precio total menos activos disponibles); (2) los beneficios antes de amortización y agotamiento; y (3) la vida *mínima* de la mina, y, de forma alternativa, su vida *probable*.

La amortización de reservas petrolíferas en la adquisición de una empresa. La aplicación de este principio en el sector petrolífero puede observarse al analizar una empresa como la Texas Gulf Producing Company, que solamente es productora y tiene claramente establecidas las reservas de petróleo sobre las que tiene que basarse la compra de acciones.

Es cierto que los arrendamientos sin explotar de la empresa *podrían* acabar teniendo importantes cantidades de petróleo adicionales, pero esto podría pasar con cualquier derecho de arrendamiento importante y, *en el presente*, solo podemos otorgarle el valor nominal representado por el coste de la adquisición.

Ejemplo: la empresa Texas Gulf Producing Company en 1937.

1. *La situación.* Los datos fundamentales con respecto a los gastos de amortización de esta empresa son relativamente simples. La compañía solo produce petróleo, la mayor parte del cual procede de un único yacimiento en Texas. Su cargo por amortización y agotamiento por barril se obtiene dividiendo las reservas remanentes de petróleo estimadas entre el valor neto de las propiedades reflejadas en los libros.

En 1937, las reservas de petróleo dieron una media de cerca de 26.000.000 de barriles y el neto de la cuenta de bienes inmuebles ascendió a 9.500.000, lo que dio como resultado un cargo por amortización de 36,05 centavos el barril, es decir, de 689.000 dólares la producción anual. Sin embargo, de esta cantidad, sólo 397.000 dólares se cargaron a cuenta de los beneficios, el resto fue deducido en el balance «contra el obtenido por estimación».

Los beneficios por acción quedaron igualados a 1,13 dólares por acción antes de amortización, a 68 centavos por acción según lo declarado (sobre la base de la amortización cargada a cuenta de los beneficios) y solo a 35 centavos por acción después de la amortización completa, incluyendo la parte cargada a cuenta del patrimonio neto.

El valor contable de las acciones era de cerca de 10 dólares por acción. El precio de mercado, en 1937, oscilaba entre $9\frac{5}{8}$ y 2.

2. *El cálculo del accionista.* Exceptuando posibles descubrimientos o mejoras —factor especulativo, no mensurable—, el comprador de estas acciones podría deducir que a las propiedades les quedaban cerca de trece años de vida y, como consecuencia, podría deducir cerca de un 8% de su precio de compra por amortización anual. De ese modo, en 1937 con el precio más alto de $9\frac{5}{8}$, su amortización podría ser prácticamente equivalente al gasto total de la empresa, y, de esa manera, los ingresos restantes ascenderían solo al 4% del precio pagado. Al precio medio del ejercicio de casi $5\frac{3}{4}$ su bonificación se aproximaría a los cargos de la empresa a cuenta de los *beneficios*; y al bajo precio de 2 necesitaría solo 16 centavos y, por lo tanto, tendría que haber dejado un beneficio anual de 97 centavos, es decir, casi el 50% del precio pagado.

Amortización de patentes para el inversor. Un número importante de grandes empresas manufactureras poseen patentes que son registradas en sus libros a 1 dólar o más de su precio de coste que, por lo general, suele ser una cantidad relativamente pequeña. Se trata de una práctica contable normal amortizar ese coste mediante cargos anuales iguales a cuenta de los beneficios durante la vida de la patente, que es de diecisiete años desde la fecha en que se concede. Sin embargo, desde la perspectiva del inversor, se requiere un planteamiento completamente diferente. Para este, la cuestión debe ser cuánto está pagando por la patente cuando compra las acciones al precio estipulado, porque esa será la cantidad que deberá amortizar en los beneficios posteriores.

Norma general: es suficiente con pensar un poco para ver que en un *caso típico* ese cálculo no puede realizarse. El inversor no puede decir qué parte del precio de las acciones representa la valoración ordinaria de las patentes porque no está en posición de calibrar con detalle el efecto del vencimiento de las patentes de la empresa sobre sus beneficios. Si tomamos algunos ejemplos de empresas, como General Electric o Radio Corporation of America, observaremos que sus patentes ocupan un lugar predominante, por lo que solo una investigación exhaustiva puede darnos una idea de cómo asignar el valor corriente de mercado que tiene la empresa entre las numerosas patentes y los otros activos que son bastante reales. Incluso cuando la situación parezca mucho más simple porque solo está en juego una sola patente importante, es fácil errar el cálculo sobre su verdadera importancia en la empresa.

Ejemplos. En el caso de Gillette Safety Razor Company, el vencimiento de las patentes principales de la empresa fue inesperadamente seguido por una serie de ejercicios con un aumento considerable de los beneficios y un enorme crecimiento de las acciones en el mercado de valores. En el caso de la American Arch Company, podemos observar la evolución contraria. Esta empresa suministraba arcos de ladrillo patentados para casi todas las compañías de ferrocarril de Estados Unidos. Teniendo en cuenta la naturaleza técnica de su negocio y su fuerte posición comercial, personas vinculadas a la empresa aseguraron que esta mantendría a sus clientes después de que sus patentes expiraran en 1926. Sin embargo, inmediatamente después de ese año, la competencia les obligó a recortar de forma drástica los precios, los ingresos mermaron y el precio de las acciones cayó.

Nuestra conclusión de lo dicho anteriormente es que las patentes no deben valorarse como un *factor cuantitativo* en el caso de que el inversor esté vinculado al sector manufacturero. La propiedad de patentes debe considerarse como una parte de la posición comercial de la empresa, reflejándose en su propia visión de futuro de la misma. De eso puede

deducirse que lo más conveniente para el inversor es la valoración de patentes por 1 dólar; que, además, la amortización de las patentes puede compensarse con los beneficios si la cantidad es importante³⁷³ y que, por consiguiente, si esta amortización es destinada a cuenta del patrimonio neto en lugar de a los beneficios,³⁷⁴ no será necesario corregir las cifras de beneficios.

Casos especiales. Cuando el negocio de una empresa consiste principalmente en la recaudación de los derechos de una o de varias patentes, es posible que decida llevar a cabo una dotación más específica para amortizar la inversión. Obviamente, dicha dotación deberá estar relacionada con el precio que pague el inversor por su interés en la patente, más que con el coste contable de la empresa sobre la que se basa su propio gasto de amortización. Los siguientes tres ejemplos ilustran este tema, pero también ponen de relevancia un factor que está presente en todos los análisis aplicados a las acciones ordinarias, es decir, que los cálculos basados en el presente y en el pasado pueden ser alterados fácilmente por acontecimientos futuros.

Ejemplo A: Centrifugal Pipe Corporation, 1929 (conclusión justificada)

1. *Situación.* Esta empresa controlaba las patentes estadounidenses y de otros países del conocido método de fundición De Lavaud con el que se fabrican tuberías de hierro. Se concedió a la United States Cast Iron Pipe Company una licencia exclusiva para fabricar tuberías con este procedimiento, como un derecho de patente. El acuerdo prescribía en 1938, aunque las patentes originales en principio vencían en 1934-1936.

En 1929, el precio de las acciones varió entre 4 1/4 y 13. Las ganancias, tanto para 1928 como para el período 1924-1928, habían sido de 1,05 dólar por acción en base a 432.000 acciones, antes de dejar un margen para la amortización de las patentes, que la empresa

³⁷³ *Ejemplo:* antes de 1933, la United States Hoffman Machinery Company cargó contra beneficios unos 200.000 dólares por año, es decir de 1 dólar por acción ordinaria, para amortización de patentes.

El analista debe aumentar los beneficios declarados por esta cantidad y después someterlos a un minucioso examen debido a la situación de la patente y a otras cuestiones (por ejemplo, importantes activos exigibles) que afectan al futuro del negocio. En 1933, la empresa dio marcha atrás y amortizó las patentes a 1 dólar, reduciendo el capital declarado de acciones sin valor nominal y restableciendo el patrimonio neto en cerca de 1.500.000 dólares, anteriormente traspasado a pérdidas y ganancias para la amortización de las patentes.

³⁷⁴ *Ejemplo:* la American Laundry Machinery Company cargaba de manera regular a cuenta del patrimonio neto pequeñas cantidades con la finalidad de amortizar su cuenta de patentes.

había establecido en una cuota anual de 1,72 dólares por acción. (Esto se derivaba de una valoración inicial de 7.000.000 dólares obtenidos de las patentes principales al finalizar 1923, cuando ya llevaban once años funcionando.) Por esta razón, la empresa registró una pérdida después de amortización.

2. *Cálculo del accionista.* Un análisis que se realizó en 1929 indica que podían preverse con seguridad los beneficios de 1 dólar por acción durante la década de 1938, en la que no hubo beneficios extraordinarios. De ese modo, los gastos anuales de amortización para el inversor variarían entre 43 centavos y 1,30 dólares, según un precio de compra entre 4 1/4 y 13 dólares. Obviamente, a 13 dólares por acción no habría beneficios en la inversión salvo que estos fueran mayores que en el pasado. Por otra parte, a 5 dólares por acción la cantidad estimada de 1 dólar produciría un beneficio anual del 10% después de una bonificación de 50 centavos por amortización.
3. *Consecuencia.* Extrañamente, los resultados registrados a principios de 1929 fueron exactamente los que se produjeron en los siguientes diez ejercicios. Durante ese período, la empresa ganó 10 dólares por acción, y pagó 6 dólares por acción en dividendos. En 1939, liquidó el negocio y distribuyó 3,80 dólares en efectivo más un valor residual de cerca de 50 centavos por acción.

Ejemplo B: Hazeltine Corporation, 1937

(cálculo influido por nuevos desarrollos)

1. *Situación.* Esta empresa se constituyó en 1924 y controlaba las patentes de Neutrodyne para receptores de radio que, en un principio, vencían en 1936, aunque también había adquirido otras patentes.

A lo largo de los trece años siguientes, sus resultados oscilaron considerablemente, si bien ganó una media de cerca de 2,40 dólares por acción, y de estos reservó 1,50 dólares por año para amortizar la cuenta de la patente. Se pagaron dividendos de manera regular con un promedio de 1,70 dólares al año, principalmente fuera de dotación por amortización de patentes. En 1936, solo los beneficios antes de amortización fueron de 3,70 dólares por acción. En 1937, la acción se vendió a un mínimo de 7 dólares (lo que equivalía prácticamente a los activos disponibles acumulados) y el máximo al 8 1/2.

2. *Cálculo del accionista.* Si el accionista daba por supuesto que las principales rentas de la empresa eran las derivadas de sus patentes de Neutrodyne, podía pensar que una acción a 18 1/2 era demasiado

elevada, ya que el vencimiento de esas patentes en un futuro próximo podría reducir notablemente la futura rentabilidad. Por otra parte, a 7 dólares la acción todavía podría ser barata, si se tenían en cuenta los considerables activos disponibles y las potenciales ganancias procedentes del resto de las patentes. Realmente ese planteamiento sería la consecuencia de un análisis superficial, puesto que, tal como muestra el registro, la empresa controlaba cientos de patentes de diversa índole. Así pues, solo una minuciosa investigación del negocio de Hazeltine permitiría llegar a una conclusión sobre el valor relativo de las patentes que vencían y de aquellas que continuaban vigentes en la empresa.

3. *Consecuencia.* Los ingresos de la empresa demostraron ser tan elevados en 1937 y 1938 como lo habían sido en 1936. En 1938 se presentó una nueva patente, se trataba de un sistema de acoplamiento acústico que se empleaba en muchos tipos de receptores, con la cual la empresa consiguió una posición tan fuerte en el sector como había tenido anteriormente. El precio de las acciones subió de 30 en 1938 a 36 en 1939.

Ejemplo C: International Cigar Machinery Company, 1939 (un análisis actual)

1. *Situación.* Las patentes principales de esta empresa le dan el control sobre la manufactura de tabaco a máquina. También posee otras patentes de menor importancia en este terreno. Las patentes originales de maquinaria para tabaco, al parecer, expiraron; sin embargo, nuevas mejoras en las maquinarias lograron que la empresa mantuviera su posición predominante.

Los ingresos de esta empresa procedían principalmente de derechos sobre patentes y licencias. En los diez ejercicios que abarcan de 1929 a 1938, los beneficios oscilaron entre 2,08 y 3,33 dólares por acción y ascendieron a 2,28 dólares en 1938 sobre 600.000 acciones. Estas cifras se han obtenido después de deducir unos gastos de depreciación y amortización relativamente pequeños de aproximadamente 30 centavos por acción anuales. A finales de 1938, el balance de la compañía agrupó todos los intangibles en un bruto de 14.000.000 de dólares, de los que las patentes amortizables deben representar una pequeña cantidad y el fondo de comercio, la mayor parte de ellas. El capital circulante neto y otros activos tangibles ascienden a 2 dólares por acción. En 1939 el precio de la acción osciló entre 20 y 24 dólares.

2. *Cálculo del accionista.* Si el objetivo de la empresa hubiese sido que

el negocio dependiera en gran medida de un solo grupo de patentes, no sería justificable un precio medio de 22 dólares, ya que, en ese caso, hubiese sido poco probable que los futuros beneficios hasta el vencimiento de las patentes fueran suficientes para *recuperar* la inversión en su totalidad junto con los beneficios correspondientes. En definitiva, cualquier dotación de amortización conservadora rechazaría la compra si esta se basara solo en la situación actual de la patente.

Por otra parte, el precio del mercado puede justificarse si la empresa consigue mantener en un futuro su patente y el control de licencia realizando mejoras en la técnica objeto de patente. Esto ya fue posible en el pasado. Del mismo modo, la empresa puede beneficiarse también de un uso más intensivo de la maquinaria con respecto a la elaboración manual, debido a la reducción constante de los precios de venta de los cigarrillos. Es evidente que se trata de una cuestión propia del análisis industrial y el pronóstico, y no de la aplicación de la técnica de inversión contable.

Resumen de reglas. Esta extensa reflexión sobre las políticas de amortización podemos resumirla en las siguientes reglas:

Regla 1. Los gastos de amortización de una empresa tienen que ser aceptados tanto si:

- a. están basados en normas de contabilidad aceptadas aplicadas a valoraciones razonables del inmovilizado como si
- b. el activo no corriente *neto* no ha disminuido durante una serie de ejercicios.

Regla 2. Los cargos de la empresa pueden reducirse en los cálculos del analista si sobrepasan con regularidad los gastos en efectivo de la propiedad. En este caso, el promedio de los gastos en efectivo puede deducirse de los ingresos como si de un gasto de amortización provisional se tratara, y el resultado de amortización puede incluirse como parte del *riesgo de obsolescencia*, que tiende a reducir la valoración del promedio de la capacidad de generar efectivo. El fondo de obsolescencia se ha de basar en el precio pagado por el inversor por la empresa y no en el valor contable o de reposición del inmovilizado.

Regla 3. Al efectuar sus cálculos, el analista debe *incrementar* los gastos de la empresa, si son inferiores a la media de los desembolsos en efectivo de la propiedad o menores que la reserva exigida por las normas contables aceptadas que aplican al

valor razonable del inmovilizado empleado en el negocio.

Reserva de contingencias y otras similares. En otros tiempos, las empresas que eran gestionadas de una manera conservadora acostumbraban a asignar algunas cantidades arbitrarias, deducidas de los beneficios obtenidos en los ejercicios de crecimiento, para que absorbieran cualquier pérdida que pudiera surgir en un mal ejercicio. La finalidad de esta política era la de estabilizar los ingresos en años prósperos y de depresión. En este sentido se parece al empleo de los beneficios acumulados de las empresas filiales, tratado en el capítulo 33. La experiencia nos demuestra que es fácil abusar de estas maniobras financieras para modificar los ingresos en curso. Por esta razón, una opinión financiera inteligente —como la que representa la Bolsa de Valores de Nueva York— insiste en que las direcciones de las empresas revelen los verdaderos resultados de cada ejercicio y que permitan que sean los accionistas quienes hagan los ajustes y promedios.

Ejemplos. Las cuentas anuales de Coca-Cola en 1928 informaba de lo siguiente: «La posición de la compañía se ha visto reforzada durante los últimos cinco ejercicios al crear una reserva para contingencias de aproximadamente 5.000.000 de dólares.» Los informes de los cinco ejercicios precedentes mostraban que la reserva había sido acumulada con cargo a beneficios mediante varias cantidades y para diferentes propósitos. En los ejercicios de 1929 a 1939 se continuó con esta política, salvo en 1933 y 1934. El resultado fue que «la reserva para contingencias y operaciones diversas» con cargo a los beneficios ascendió a 13.011.479 dólares al final de 1939.

En 1939, la compañía Continental Steel dedujo 300.000 dólares como reserva para contingencias de sus beneficios declarados durante la segunda mitad del ejercicio, reduciendo el beneficio por acción de 4,62 a 3,13 dólares.

TABLA 36.5

American Commercial Alcohol Company

Partida	Total	Por acción
Pérdida neta en 1931	597.000 \$	3,18(d)* \$
Beneficio neto en 1932	586.000	3,01
Pérdida neta de los dos ejercicios	11.000 \$	0,17(d) \$

* Ajuste de valor de 20 \$ a la par.

Utilización de la reserva de contingencias y de otras similares para alterar los beneficios. Durante los ejercicios de 1931 y 1932, muchas empresas recurrieron a reservas, como la de contingencias y otras similares, para conseguir maquillar sus estados contables anuales. Estas reservas fueron creadas con un triple propósito: (1) permitir que las pérdidas se imputaran con cargo al patrimonio neto en lugar de a los beneficios, (2) disimular las pérdidas reales y (3), en algunos casos, comenzar a preparar el terreno para los beneficios abultados de los ejercicios siguientes. Un análisis exhaustivo de la American Commercial Alcohol Corporation de 1931 y 1932 puede servir de muestra para aclarar estos puntos. La tabla anterior muestra los resultados que la empresa presentó en su ejercicio contable anual de esos años.

Cuando observamos estas cifras, parece que la empresa estuvo a punto de quebrar durante los dos ejercicios de la depresión y que, en 1932, obtuvo sustanciosos beneficios. Sin embargo, los balances de este período que se muestran de forma más resumida en la siguiente tabla, indican una situación completamente distinta. (Téngase en cuenta que no se pagaron dividendos durante este tiempo.)

TABLA 36.6

Balance resumido de la empresa American Commercial Alcohol 1930-1932 (en miles de dólares)

Partida	31 de dic., 1930	31 de dic., 1931	31 de dic., 1932
Activo corriente	2.657 \$	2.329 \$	2.588 \$
Menos pasivo corriente	294	1.225	1.327
Capital de explotación neto	2.363 \$	1.104 \$	1.261 \$
Activos no corrientes y diversos menos amortización	6.440	6.126	6.220
Recursos totales	8.803 \$	7.230 \$	7.481 \$
Capital	3.775* \$	3.764 \$	3.895 \$
Reservas diversas	256	416	413
Ajustes de patrimonio neto	4.772	3.050	3.173
Total	8.803 \$	7.230 \$	7.481 \$

* Ajustado a un valor de 20 \$ a la par (en el informe se publicaba un capital de 8.500.698 \$ y un excedente de 46.484 \$).

Estos balances indican que en lugar de una simple pérdida nominal de 11.000 dólares por los dos años en su totalidad, hubo una merma real de 1.600.000 dólares en el patrimonio neto de la compañía, la mayor parte de la cual se compensó a través de un incremento de la deuda corriente.

La diferencia significativa entre estos dos informes fue debida a la exclusión de numerosas pérdidas y deducciones en la cuenta de resultados, que en su lugar fueron imputadas al patrimonio neto. Esta simple maniobra acabó siendo más compleja, por lo que no resultó fácil de comprender por parte de los accionistas debido a la aplicación de estas tres pautas contables:

1. El traspaso de una importante suma de la cuenta de capital a ajustes de patrimonio neto.
2. El traspaso de diversas cantidades de los ajustes de patrimonio neto a reservas.
3. El cargo de algunas pérdidas a cuenta de dichas reservas y el de otras pérdidas directamente contra ajustes de patrimonio neto.

A finales de 1931, la American Comercial Alcohol transfirió la suma de 4.875.000 dólares del capital a ajustes de patrimonio neto. Y entonces empleó 576.000 dólares de estos ajustes de patrimonio neto para cancelar el déficit acumulado de pérdidas y ganancias. Las entradas en la cuenta de ajustes de patrimonio neto de 1931 y 1932 muestran una notoria variedad de pérdidas extraordinarias y ajustes.

Reducción del valor de inventario según contratos de ejercicios anteriores.....	145.000 \$
Pérdidas debidas a operaciones con opciones sobre maíz.....	88.000
Reducción del valor de los activos fijos	157.000
Pérdidas debidas a revalorización de contenedores.....	213.000
Saldo de gastos de gestión.....	73.000
Impuesto sobre sociedades de ejercicios anteriores.....	54.000
Exceso de coste de materias primas en 1932.....	255.000
Pago / con contrato salarial.....	40.000
Pérdida en la venta de acciones en cartera, etc.....	46.000
Varios (diez débitos y un crédito).....	117.000
Reserva para contingencias.....	400.000
Cargos a ajustes de patrimonio neto, 1931 -1932.....	1.588.000 \$

Pérdidas de dos ejercicios por la cuenta de resultados.....	11.000
Total reducción en superávit. 1931-1932.....	1.599.000 \$

Es evidente que una buena parte de estas imputaciones con cargos al patrimonio neto representaban, en realidad, pérdidas de explotación que, a su vez, eran las responsables del gran incremento de los pasivos corrientes. Hay que destacar, además, que la compañía asignó al ejercicio de 1933 una nueva reserva de impuestos de 400.000 dólares, con cargo a futuras pérdidas que, como debe ser, se reflejarían por sí solas en la cuenta de resultados.

Es decir, que el procedimiento contable de esta empresa —así como de muchas otras— en 1931 y 1932 no solo ocultaba la verdadera envergadura de las pérdidas sufridas sino que calculaba también una infravaloración de las pérdidas o una infravaloración de los beneficios en ejercicios sucesivos.³⁷⁵

Un tipo frecuente de reserva de contingencias es la destinada a una futura reducción de existencias. En nuestro estudio acerca de los diversos métodos permisibles para calcular las existencias (véase capítulo 32) señalamos que el método normal de existencias tiene como finalidad reducir el precio del inventario básico a una cifra tan baja que, por mucho que caiga el precio, no hará falta imputarlo después a cargo de beneficios. Eso supone la utilización de una reserva de contingencias para la futura disminución de las existencias, que se calculará con un plan definido y permanente. En general, consideramos que este tipo de mecanismos merecen un elogio más que una crítica. Sin embargo, es importante que el analista tenga en cuenta el empleo de estas reservas cuando estudie los resultados de un solo ejercicio y, en particular, cuando compare a varias empresas del mismo sector. Debemos recordar al lector que al establecer una reserva en patrimonio neto, sea cual sea la teoría que lo sustente, invariablemente obtendrá como resultado la sobrevaloración de los beneficios declarados durante una serie de ejercicios.

³⁷⁵ En febrero de 1934 un comité de investigación del Senado (Banca y Divisas investigaba «prácticas bursátiles») informó que había habido una serie de operaciones de concentración en las acciones de la American Commercial Alcohol entre febrero de 1932 y julio de 1933.

Capítulo 37

Importancia del registro de beneficios

En los últimos seis capítulos nos hemos centrado en la cuenta de resultados para poder llegar a obtener una imagen fiel de la cuenta de resultados del período estudiado. Otra cuestión importante con la que se enfrenta el analista financiero está relacionada con la utilidad del registro de beneficios anteriores como un indicativo de los beneficios futuros. Este es el aspecto más importante y menos satisfactorio del análisis de inversión. Es el más importante porque el único valor práctico de nuestro arduo estudio de los ejercicios pasados son los indicios que puede ofrecer para el futuro; y es el menos satisfactorio porque dichos indicadores no son realmente fiables y, con frecuencia, pierden su valor. Tales deficiencias restan validez al trabajo del analista, pero no lo invalidan. Las cuentas anuales de los ejercicios pasados de la empresa siguen siendo una guía fiable, en la mayoría de casos, para justificar su uso continuado a la hora de la valorar y seleccionar los productos financieros.

El concepto de capacidad de generar beneficios. El concepto de capacidad de generar beneficios ocupa un lugar importante en la teoría de la inversión. Combina un estado de los beneficios, a lo largo de una serie de ejercicios, con una anticipación razonable de los que habrá en el futuro, salvo que sobrevengan situaciones fuera de lo común. Este registro debe cubrir varios ejercicios, primero porque un resultado continuado siempre es más destacable que una única incidencia y, segundo, porque el promedio de un período medianamente largo tenderá a absorber y a igualar las influencias que distorsionan el ciclo de la actividad económica.

Sin embargo, debemos hacer una distinción entre la media que es el resultado aritmético de un conjunto de cifras sin conexión entre ellas y la media «normal» o «modal», en el sentido de que los resultados anuales tienen una clara tendencia a aproximarse a la media. A continuación, podemos observar, a través de los ejemplos siguientes, la comparación entre un tipo u otro de capacidad de generar beneficios.

TABLA 37.1
Beneficios por acción ajustados 1923-1932

Ejercicio	S. H. Kress	Hudson Motors
1932	2,80 \$	3,54(d) \$
1931	4,19	1,25(d)
1930	4,49	0,20
1929	5,92	7,26
1928	5,76	8,43
1927	5,26	9,04
1926	4,65	3,37
1925	4,12	13,39
1924	3,06	5,09
1923	3,39	5,56
Promedio de 10 ejercicios	4,36 \$	4,75 \$

La media de beneficios de cerca de 4,50 dólares por acción de la empresa S.H. Krees puede denominarse «capacidad de beneficios indicada», ya que las cifras de cada ejercicio por separado muestran solo unas variaciones moderadas de esta fórmula. Por otra parte, la media de 4,75 dólares de la Hudson Motors es simplemente una abstracción de tres cifras que varían considerablemente, y no hay ninguna razón convincente para creer que estos beneficios, desde 1933 en adelante, guarden una relación con esta media. Podemos observar algo parecido en el informe de auditoría sobre la cuenta de resultados de la empresa J.I. Case.

Las conclusiones, a las que llegamos en 1933, sobre dicho informe están respaldas por los resultados de los siguientes seis ejercicios:

TABLA 37.2
Beneficios por acción

Ejercicio	S. H. Kress¹	Hudson Motors	J. I. Case
1933	4,23 \$	2,87(d) \$	14,66(d) \$
1934	4,76	2,10(d)	7,38(d)
1935	4,63	0,38	5,70
1936	4,62	2,14	12,37
1937	4,62	0,42	19,20
1938	2,76	2,94(d)	8,89
1939	3,86	0,86(d)	1,87(d)

¹ Establecido según la antigua capitalización, a 2 por 1 fraccionado en 1936.

Un análisis cuantitativo debe complementarse con un estudio cualitativo. Al estudiar los registros de beneficios debe tenerse en cuenta el siguiente principio contable:

Los datos cuantitativos son útiles solo en la medida en que estén respaldados por un estudio cualitativo de la empresa.

Para que el negocio de la empresa se considere razonablemente solvente no es suficiente con que el registro de beneficios pasados sea estable. Si por un momento dejamos de lado los números, la naturaleza del cometido debe ser tal como para indicar una permanencia inherente de la capacidad de beneficio. La importancia de este criterio adicional quedaba bien reflejada en el caso de Studebaker Corporation, que fue utilizado como ejemplo para nuestra explicación sobre los factores cualitativos del capítulo 2. Es posible, además, que haya una considerable variación por lo que respecta a los beneficios anuales. No obstante, existe una base razonable para aceptar la media como un índice aproximativo, al menos en cuanto a resultados futuros se refiere. En 1934, citamos a la United States Steel Corporation como caso destacado en este sentido. El texto de nuestra argumentación era el siguiente:

A continuación, exponemos los beneficios anuales de 1923 a 1932.

TABLA 37.3
United States Steel Corporation, 1923-1932

Ejercicio	Beneficios por acción ordinaria*	Producción de acero acabado, en toneladas	% producción nacional total	Neto por tonelada antes de amortización
1932	11,08(d) \$	3.591.000	34,4	3,54(d) \$
1931	1,40(d)	7.196.000	37,5	5,71
1930	9,12	11.609.000	39,3	13,10
1929	21,19	15.303.000	37,3	16,90
1928	12,50	13.972.000	37,1	13,83
1927	8,81	12.979.000	39,5	12,66
1926	12,85	14.334.000	40,4	13,89
1925	9,19	13.271.000	39,7	12,49
1924	8,41	11.723.000	41,7	13,05
1923	11,73	14.721.000	44,2	12,20
Media de los 10 ejercicios	8,13 \$	11.870.000	39,1	11,03

* Ajustados por cambios en la capitalización.

Si comparamos los anteriores beneficios con los de la Studebaker de 1920 a 1929, estos muestran una inestabilidad mucho mayor. A pesar de eso, la media de unos 8 dólares por acción durante un período de diez años es lo suficientemente importante como referencia para el futuro de que la capacidad de beneficios indicada de Studebaker sea de cerca de 6,75 dólares por acción. Esta mayor fiabilidad obedece a un mayor arraigo de la posición de la United States Steel por lo que respecta a su sector industrial, y también a las relativamente pequeñas fluctuaciones habidas durante la mayor parte del período tanto en la producción anual como en el beneficio por tonelada. Estos dos factores pueden utilizarse como base para realizar el cálculo de los «beneficios normales» de la U.S. Steel, más o menos como sigue:

Producción normal o usual de bienes acabados	13.000.000 toneladas
Ingresos brutos de productos acabados por toneladas	100,00 \$
Beneficios netos por tonelada antes de amortización	12,50 \$
Beneficios netos de 13.000.000 de toneladas	160.000.000,00 \$
Amortización, intereses por obligaciones y dividendos preferentes	90.000.000,00
Saldo de 8.700.000 acciones ordinarias	70.000.000,00
Beneficios normales por acción	8,00 \$

Podemos observar que la media de los beneficios de la década de 1923 a 1932 se aproxima a una cifra teórica basada en lo que se ha definido, de una forma razonable, como productividad «normal» y margen de beneficios. (El excepcional incremento del número de acciones en circulación impide que esta cifra normal sobrepase la media de los diez años.) Pese a que puede permitirse un margen de error sustancial a la hora de hacer el cálculo, constituye, al menos, un punto de partida para poder realizar una estimación racional de las probabilidades futuras.

Tras estudiar este análisis seis años después, podemos llegar a algunas conclusiones distintas por lo que respecta a su valor. Los beneficios de la United Steel se recuperaron en 1937 hasta llegar a 7,88 dólares por acción (8,31 dólares antes del impuesto adicional sobre beneficios no distribuidos). El precio aumentó de la media de 34½ en 1933 a una máximo de 126 en marzo de 1937. Esa es la razón por la que nuestra deducción de que la empresa tenía una mayor capacidad de beneficio que la reflejaron que los resultados, y los precios de las acciones en 1932 podrían haber estado ampliamente justificados por este hecho.

No obstante, lo cierto es que la media de los beneficios de 1934 a 1939 resulta bastante decepcionante (no alcanza más de 14 centavos por acción). Si bien estos resultados tienen tanta validez para la industria del acero como para la mayoría de los sectores industriales, hemos de admitir que el análisis basado en los datos de 1923-1932 no fue realmente útil, ya que las condiciones subyacentes en el mercado del acero cambiaron a peor. (Dicho cambio consiste principalmente en costes unitarios más elevados y una media de producción más baja, en tanto los precios de venta en su conjunto se han mantenido estables.¹⁾³⁷⁶

^J Es interesante advertir que las conclusiones que hicimos en 1933 en cuanto a la capacidad de beneficio de la United States Steel son bastante similares a las que llegó J.B. Williams en el detallado estudio de su libro *The Theory of Investment Valué*, pp. 409-462. Pero también hay que advertir, en sentido contrario a lo que se indicaba

Los ingresos corrientes no deberían ser la base fundamental de la estimación. El precio de las acciones ordinarias en el mercado está regido más por los ingresos corrientes que por su media a largo plazo. Este hecho explica las amplias fluctuaciones de los precios de estas acciones que, en gran medida (aunque no invariablemente), permiten comparar los cambios entre los beneficios de ejercicios buenos y malos. Obviamente, el mercado de valores es bastante irracional al variar de ese modo su valoración de las empresas de forma proporcional a los cambios temporales de sus beneficios declarados.³⁷⁷ ³⁷⁸ Una empresa privada fácilmente debería ganar el doble tanto en un ejercicio de alza de precios rápida como en los años menos buenos, sin embargo, a su propietario no se le ocurrirá nunca aumentar o rebajar el valor de su capital de inversión.

Esta es una de las diferencias más importantes entre las prácticas de Wall Street y los cánones de los negocios comunes. Los que especulan se equivocan en este punto, pues con sus errores están facilitando que los que utilizan la lógica se beneficien de buenas oportunidades para comprar acciones ordinarias a unos precios bajos ocasionados por la reducción temporal de los beneficios y para vender a unos precios sobrevalorados originados por esa prosperidad fuera de lo normal.

La fórmula clásica de «adelantarse al mercado de valores». La aceptada y clásica expresión de «adelantarse al mercado de valores» es obvio que requiere fortaleza de carácter, pues se trata de pensar y actuar al contrario que los demás, y también requiere paciencia para poder aguardar las oportunidades que, año tras año, van llegando. Sin embargo, para poder realizar buenas operaciones bursátiles, hay que tener en cuenta también otras consideraciones que complican considerablemente esta regla en apariencia tan simple. En la práctica, la selección de los precios de compra y venta adecuados es una cuestión difícil. Tomaremos como ejemplo el largo ciclo del mercado de 1921 a 1933, y de un inversor que vendió a finales de 1925, quedándose fuera del mercado entre 1926 y 1930, para comprar de nuevo en el año de la depresión de 1931. Al analizarlo tiempo después, nos percatamos de que el primero de estos movimientos puede parecer un error de juicio y, el último, podría haber tenido unas consecuencias más preocupantes. Estos errores de cálculo no pueden

anteriormente sobre la capacidad de beneficio normal, las implicaciones tan pesimistas de un estudio de mayor alcance sobre la posición de la United States Steel. El fracaso de la empresa por no poder reestablecer la capacidad de beneficio de 1934 a 1939 podría poner en evidencia que debería haberse dado una importancia mayor al último análisis.

³⁷⁸ El alza a 126 de la United States Steel ocurrido en marzo de 1937, ya mencionado, es un ejemplo notable de lo absurdo del mercado de valores. Se basaba solo en un buen ejercicio, que había sido precedido de seis malos o mediocres. En doce meses el precio había bajado a 42 —una pérdida de dos tercios en esa cotización—, y más de 730.000.000 dólares en el valor de mercado agregado. La variación en ese período de las empresas Youngstown Sheet and Tube y Jones and Laughlin Steel fue incluso mayor.

ocurrir en otros ciclos de mercado más cortos, aunque siempre resulta una duda de relevancia saber cuál es el momento adecuado en el que se puede aplicar el sencillo principio de «comprar bajo y vender alto».

Es cierto también que los valores fundamentales pueden cambiar sustancialmente de un ciclo de mercado a otro, o incluso más en el caso de títulos individuales que en el mercado en general. Por esta razón, si una acción ordinaria se vende a un precio aparentemente muy generoso en relación con la media de los beneficios pasados, puede generar una mejora de su posición para poder justificar una cotización más elevada cuando llegue la depresión. En la compra de valores a un precio fuera de lo normal debe ocurrir lo contrario. Si estos cambios permanentes no son frecuentes, es probable que el mercado no responda tan enérgicamente a las variaciones habituales del negocio. El error del mercado radica en la presunción de que en cada caso es posible que los cambios de ese tipo lleguen más lejos o que, al menos, persistan, pero la experiencia nos demuestra que este tipo de evolución es excepcional y que las probabilidades favorecen una oscilación del péndulo en el sentido opuesto.

El analista financiero no puede seguir la tendencia indiscriminada del mercado de valorar las emisiones en función de sus beneficios corrientes. En ocasiones puede relacionar el análisis fundamental con las cifras recientes más que con la media, pero solo cuando una evidencia lo suficientemente convincente indique que estos resultados corrientes continuarán.

La media frente a la tendencia de beneficio. Además de destacar los registros corrientes de las empresas, el mercado de valores atribuye una gran importancia a las *tendencias de beneficios* indicadas anteriormente. En el capítulo 27 señalábamos el doble peligro inherente a que esa tendencia se magnifique: la primera es que esta pueda resultar engañosa, y la segunda es que una valoración basada en ella no obedece a reglas aritméticas y, por lo tanto, se puede exagerar con facilidad. No cabe duda de que hay un conflicto entre los conceptos aplicados de *media* y *tendencia* en el registro de beneficios, tal como se muestra en el siguiente ejemplo simplificado:

Empresa	Beneficio por acción en ejercicios sucesivos						7° (en curso)	Media de 7 ejercicios	Tendencia
	1°	2°	3°	4°	5°	6°			
A	1 \$	2 \$	3 \$	4 \$	5 \$	6 \$	7 \$	4 \$	Excelente
B	7	7	7	7	7	7	7	7	Neutra
C	13	12	11	10	9	8	7	10	Mala

Según estas cifras, cuanto mejor es la tendencia, comparada con los mismos beneficios corrientes (en este caso, 7 dólares por acción), más baja es la media, y cuanto más alta es la media más baja es la tendencia. Esto nos sugiere un aspecto importante por lo que respecta a la interpretación teórica y práctica de los registros de beneficios: ¿la tendencia no es tan significativa para el futuro como la media? En definitiva, si tenemos en cuenta el probable rendimiento de la empresa A y C sobre los cinco ejercicios siguientes, ¿no habría razones para pensar en términos de una secuencia de 8, 9, 10, 11 y 12 dólares en la empresa A y de una secuencia de 7, 6, 5, 4 y 3 dólares en la C, más que en términos de la media previa de 4 dólares para A y 10 dólares para C?

La respuesta se deduce por sentido común más que por una lógica formal o *a priori*. La tendencia favorable de los resultados de la empresa A deben tomarse en cuenta, aunque no como una proyección de la línea de crecimiento hacia un futuro lejano. Por el contrario, debe recordarse que las fuerzas económicas operan contra la continuación indefinida de una tendencia determinada.³⁷⁹ La competencia, la regulación, la ley de los Rendimientos Decrecientes, etc. son poderosos adversarios de las expansiones ilimitadas, y estos elementos opuestos pueden actuar, en un grado mucho menor, frenando un descenso continuado. Por ello, en lugar de dar por sentada una tendencia favorable —como el mercado de valores suele hacer— el analista debe abordar este tema con cautela, buscando cuáles son las causas de una mayor proyección y ponderando los elementos específicos de fuerza en la posición de la empresa frente a los obstáculos generales en su trayectoria de crecimiento continuado.

Actitud del analista cuando la tendencia es ascendente. Si ese estudio cualitativo conduce a un veredicto favorable —como ocurre con frecuencia— los principios del analista deben instigarle, a pesar de todo, a basar su valoración de inversión en una presunta capacidad de beneficio no mayor que la que la empresa ha obtenido ya en un periodo normal de

³⁷⁹ Véase el ejemplo de Schletter and Zander en el capítulo 27.

sus negocios. En nuestra opinión, los valores de inversión solo pueden relacionarse para demostrar el rendimiento, por lo que no pueden tomarse como base los aumentos esperados ni los resultados obtenidos bajo unas condiciones anómalas para la actividad empresarial. Como indicaremos en el siguiente capítulo, esta supuesta capacidad de beneficio puede capitalizarse correctamente de forma más generosa cuando las perspectivas parecen excelentes y no cuando se trata de un caso excepcional. Sin embargo, debemos tener en cuenta también que el máximo multiplicador que se tome deberá tratarse de una cantidad prudente (por ejemplo, 20, en las condiciones de 1940) si es que la valoración alcanzada va a mantenerse en los estrictos *límites* de la inversión. En base a esto y suponiendo que en el presente ejercicio las condiciones de negocio no sean buenas, la capacidad de beneficio de la empresa A debe ser de 7 dólares por acción y su valor de inversión podría fijarse hasta en 140.³⁸⁰ La divergencia entre el método del mercado de valores y el del analista financiero —según hemos definido su punto de vista— supondría, en general, que el nivel de precios que rige en las denominadas «acciones buenas», dentro de unas condiciones normales del mercado, probablemente resultaría demasiado generoso a ojos del lector conservador. Esto no quiere decir que el analista esté convencido de que la valoración del mercado está equivocada, sino que no está convencido de que esa valoración sea la correcta. Este designará como «componente arriesgado» una parte sustancial del precio, en el sentido de que se pagan los resultados esperados y no los probados. (Este tema se trata en el capítulo 39.)

Actitud del analista cuando la tendencia es descendente. Allí donde la tendencia ha sido descendente, como en el caso de la empresa C, el analista deberá prestar mucha atención a este factor adverso. No deberá asumir como premisa que la curva descendente tiene que desviarse hacia arriba, ni puede aceptar como un indicador de ganancias futuras la media previa, que es más elevada que la cifra actual. Sin embargo, habrá de ser igualmente prudente con las conclusiones apresuradas acerca de que el futuro de la empresa es desesperado, de que sus beneficios van a desaparecer por completo y que, por esa razón, las acciones no tienen valor. De nuevo es preciso realizar un análisis cualitativo de la situación de la empresa y de sus perspectivas para poder formarse una opinión de si *a un precio determinado*, relativamente bajo, la emisión no sería una ganga pese a su tendencia descendente de ganancias. Una vez más, identificamos el punto de vista del analista con el de un hombre de negocios, sensato, que

³⁸⁰ Véase la nota 53 del Apéndice, que hace referencia a un punto de vista más conservador tal como mostrábamos en la edición de 1934, así como también las razones para este cambio.

analiza los pros y los contras de una empresa.

Para ilustrar este razonamiento, mostramos el registro de beneficios netos del período de 1925 a 1933 de las empresas Continental Banking Corporation y American Laundry Machinery.

Ejercicio	Continental Baking	American Laundry Machinery
1933	2.788.000 \$	1.187.000 \$(d)
1932	2.759.000	986.000(d)
1931	4.243.000	772.000
1930	6.114.000	1.849.000
1929	6.671.000	3.542.000
1928	5.273.000	4.128.000
1927	5.570.000	4.221.000
1926	6.547.000	4.807.000
1925	8.794.000	5.101.000

Los beneficios de la American Laundry Machinery revelan un descenso continuado, y la tendencia de la Continental Banking es igualmente mala. Hay que señalar que, en 1929 —el punto álgido de bonanza para la mayoría de empresas—, los beneficios de estas empresas fueron sustancialmente menores que los que tuvieron en ejercicios anteriores.

A partir de este informe sobre los beneficios, la conclusión a la que llegaría Wall Street es que ambas empresas se encuentran definitivamente en una senda deseende. No obstante, este pesimismo extremo está fuera de toda lógica. Un estudio de ambos negocios, desde un punto de vista cualitativo, indicaría, en primer lugar, que las dos empresas son estables de forma permanente y razonable y, en segundo lugar, que cada una de ellas ocupa una posición destacada dentro del sector y que ambas se hallan financieramente fortalecidas. Y la conclusión continuaría de forma correcta afirmando que la tendencia desfavorable mostrada durante el período de 1925 a 1932 era debida probablemente a condiciones accidentales o no permanentes, por lo que, para calibrar la futura capacidad de beneficios, sería más clarificadora la media sustancial que la

aparentemente desastrosa tendencia de beneficios.³⁸¹

Las pérdidas, un factor cualitativo y no cuantitativo. Cuando una empresa muestra un déficit en su ejercicio, es frecuente calcular la cantidad en dólares por acción o con respecto a los intereses. Los libros de estadística afirman, por ejemplo, que en 1932 la United States Steel Corporation obtuvo «una pérdida de 12,40 veces» el interés de esos bonos y que, sus acciones ordinarias, mostraron una pérdida de 11,08 dólares por acción. Hay que reconocer que esas cifras, en sí mismas, no tienen un *significado cuantitativo* y que su valor para formar una *media* es, a menudo, cuestionable.

Vamos a suponer que la empresa A pierde en el último ejercicio 5 dólares por acción ordinaria y que la empresa B pierde 7 dólares por acción. Ambas emisiones se venden a 25. ¿Quiere eso decir que la acción de la empresa A es preferible a la acción de la compañía B? Obviamente, no. Pero, si así fuera, eso significaría que cuantas más acciones estén en circulación más valdrá cada acción. Si la empresa B emite 2 acciones por 1, la pérdida se reduciría a 3,50 dólares por acción, y siguiendo con la suposición que hemos hecho, cada nueva acción sería más valiosa que la anterior. Este mismo razonamiento puede aplicarse a los intereses de bonos. Supongamos que la empresa A y la empresa B pierde en, cada una, 1.000.000 de dólares en 1932. La empresa A tiene 4.000.000 de dólares de bonos al 5% y la empresa B tiene 10.000.000 de bonos al 5%. Si eso fuera así, significaría que cuanto más pequeña sea la emisión de bonos peor será su posición, un absurdo evidente.

Cuando se calcula una *media* sobre un período que tiene cierta cantidad de pérdida, surge una duda por lo que respecta a si la cantidad resultante es realmente indicativa o no de la *capacidad de beneficios*. Debido a la gran variación de las cifras individuales, se resta valor al carácter representativo de la media. Esto resulta de una enorme importancia si se tiene en cuenta el predominio de las pérdidas durante la depresión de la década de 1930. En la mayoría de empresas, la media de los ejercicios a partir de 1933 debe considerarse más representativa de la capacidad de beneficios indicada que, por ejemplo, una media de los diez años que abarcan de 1930 a 1939.³⁸²

La intuición no es una de las herramientas del analista financiero. A falta de indicaciones contrarias, consideramos lo expuesto anteriormente como base para juzgar el futuro. No obstante, el analista

³⁸¹ Los resultados desde 1933 tendieron a confirmar la anterior conclusión, al menos en parte.

³⁸² Es discutible si tanto el período de diez años, de 1930 a 1939, como el de seis, de 1934 a 1939, reflejan o no la futura capacidad de beneficio de las empresas de la industria pesada, como United States Steel, Bethlehem Steel y American Locomotive.

debe estar alerta ante cualquier señal en contra que pueda surgir. Y en este punto debemos distinguir entre visión o intuición, por un lado, y el inteligente razonamiento normal, por el otro. La habilidad para predecir lo que va a suceder es de inestimable valor, pero no se puede pretender que sea una herramienta de trabajo para el analista. (Si fuera así, debería prescindir del análisis.) A este se le puede exigir ese grado moderado de predicción que proviene de la lógica y de la experiencia sopesada de manera inteligente. Sin embargo, al estadístico financiero no se le podía pedir que, por ejemplo, predijera el enorme incremento que hubo en el consumo de cigarrillos a partir de 1915 o el descenso del negocio de los puros o la sorprendente estabilidad de la industria del rapé; ni tampoco que anticipara, por poner otro ejemplo, que dos importantes empresas envasadoras hubieran sido autorizadas a disfrutar de todos los rendimientos debido a la creciente demanda de sus productos, sin la desmoralizadora intrusión de la competencia que arruina las ganancias de las empresas en rápida expansión, como en el caso de la radio.

El análisis del futuro debe ser más perspicaz que profético. El razonamiento analítico con respecto al futuro tiene un carácter, en cierta manera, diferente porque es más perspicaz que profético.³⁸³

Ejemplo. Tomemos como ejemplo la situación que presentaba Intertype Corporation en marzo-julio de 1939, cuando sus acciones se vendían a 8 dólares por acción. Esta antigua empresa fue una de las principales dentro de un sector relativamente pequeño (linotipias, etc, para el sector de las artes gráficas). Sus beneficios más recientes no habían sido buenos ni parecía haber razones particulares para esperar que sus expectativas cambiaran a corto plazo. El analista, sin embargo, no puede dejarse impresionar por el balance de situación, que mostraba un neto de activos corrientes disponible para las acciones que ascendía a cerca de 20 dólares por acción. La tabla siguiente muestra los beneficios de los ejercicios de una década, los beneficios distribuidos y la escala de precios de las acciones ordinarias.

En realidad, no hay más que destacar que las irregularidades y la ausencia de una tendencia favorable. Sin embargo, aunque estos datos condenarían la emisión a los ojos del especulador, sin duda alguna, el razonamiento del analista debería tomar otro rumbo.

La cuestión esencial que este debería plantearse es si la empresa puede seguir o no operando y si puede o no concurrir como antes en los buenos y en los malos momentos. Tanto la situación de la empresa como su destacada posición en el sector, así como su fuerte estructura financiera,

³⁸³ Véase la nota 51 del Apéndice, un ejemplo (Mack Tucks, Inc.) usado en la primera edición de este libro, junto con sus consecuencias.

sugieren que la respuesta será afirmativa. Si esto se diera, el analista debe indicar que las acciones pueden ser compradas a 8 con pocas probabilidades de que haya pérdidas al final y con los indicios de que cuando se den de nuevo buenas condiciones el valor de las acciones se doblará. Observemos que en 3 ejercicios de cada 5 y en 6 de cada 10 las acciones fueron vendidas 2 y 4 veces al precio de julio de 1939.

Ejercicio	Beneficio por acción	Beneficios distribuidos	Rango de precios
1938	0,57 \$	0,45	12 ³ / ₄ -8
1937	1,41	0,80	26 ¹ / ₂ -9
1936	1,42	0,75	22 ³ / ₄ -15
1935	0,75	0,40	16-6 ¹ / ₈
1934	0,21		10-5 ⁵ / ₈
1933	0,77(d)		11 ¹ / ₄ -1 ⁷ / ₈
1932	1,82(d)		7-2 ¹ / ₂
1931	0,56	1,00	18 ¹ / ₂ -4 ⁵ / ₈
1930	1,46	2,00	32-12
1929	3,05	1,75	38 ⁷ / ₈ -17
Media de 1934 a 1938	0,87		
Media de 1929 a 1938	0,68		

Como puede observarse, esa cuestión otorga tanta importancia a la predicción de las próximas tendencias como a plantearse si la empresa continuará operando más o por menos como antes.

Wall Street suele dudar de que este tipo de presunciones puedan aplicarse a empresas con una tendencia irregular, y considera que es tan difícil como arriesgado llegar a una conclusión de este tipo para determinar si una «empresa en expansión» continuará creciendo. En nuestra opinión, el ejemplo de la empresa de linotipia tiene dos ventajas claras sobre la postura convencional que se inclinaría, por ejemplo, por una empresa como Coca-Cola, que cotiza a 22 veces sus actuales beneficios y a 35 veces el valor de su activo, porque sus beneficios han tenido una expansión ininterrumpida durante más de quince años.

En primer lugar, la primera ventaja es que la dirección de una empresa y las inversiones que se hacen, en ese sentido, se basan en el mismo tipo de suposiciones que hemos hecho con respecto a la empresa de linotipia. La

segunda es que un planteamiento como este puede ser conservador porque deja un generoso margen de seguridad para fallos o errores, lo que permite que exista un menor riesgo de confusión entre la «confianza en el futuro» y el simple entusiasmo teórico.

Los grandes beneficios suelen ser transitorios. Lo más frecuente es que nos encontremos con el tipo de situación contraria a la que acabamos de ver. Son casos en los que el analista encuentra motivos para cuestionar la prolongación indefinida de una época de bonanza que ya ha pasado.

Ejemplos. Supongamos que una empresa como J.W. Watson («estabilizadores») se dedica principalmente a la fabricación de un solo tipo de pieza para automóviles. Normalmente el éxito de ese «accesorio» es de corta duración: la competencia y los cambios técnicos suponen siempre una amenaza para que la generación de beneficios sea estable. Por eso, el lector debe observar que el precio de mercado, admitiendo el ratio habitual para los beneficios corrientes y la media, indica una confianza injustificada en el mantenimiento de los beneficios que, por su naturaleza, iban a ser probablemente transitorios. En la tabla siguiente mostramos algunos datos pertinentes de esta empresa que demuestran lo dicho anteriormente.³⁸⁴

³⁸⁴ En septiembre de 1927, las acciones ordinarias de la empresa se ofrecieron a 24,50 dólares por acción, un precio 17,3 veces la media de los beneficios que tuvieron sus predecesoras durante los cinco ejercicios anteriores. Este precio, relativamente alto, respondía por una parte a la aparentemente favorable tendencia de los beneficios, por otra, a los recientes y elevados beneficios corrientes y, por otra, a las imprudentes normas de valoración que prevalecían en esa época.

Veáse en las pp. 438-440 de la edición de 1934 de este libro el caso semejante de la compañía The Gabriel.

TABLA 37.4
J.W. Watson Company

Ejercicio	Neto por acción ordinaria	Por acción	Escala de precios por acción ordinaria	Dividendos
1932	214.026 \$(d)	1,07 \$(d)	$\frac{3}{8}-\frac{1}{8}$	Ninguno
1931	240.149(d)	1,20(d)	$2-\frac{1}{8}$	Ninguno
1930	264.269(d)	1,32(d)	6-1	Ninguno
1929	323.137(d)	1,61(d)	$14\frac{7}{8}-1\frac{5}{8}$	Ninguno
1928	348.930(d)	1,74(d)	$20-5\frac{1}{4}$	50 centavos
1927	503.725	2,16	$25\frac{3}{4}-18\frac{7}{8}$	50 centavos
1926	577.450*	2,88*	(Emisión no cotizada antes de 1927)	
1925	502.593*	2,51*		
1924	29.285*	0,15*		
1923	173.907*	0,86*		
1922	142,701*	0,71*		

*Los beneficios son de las empresas precedentes y están aplicados a la capitalización de 1932.

Una estimación parecida podría aplicarse a la cuenta de resultados de la empresa Coty, Inc. de 1928. Esta era una compañía con un excelente informe de beneficios, pese a que estos procedieran del éxito de la marca registrada de una línea de cosméticos. Se trataba de un sector en el que los constantes cambios en las modas y gustos femeninos podían acabar tanto con los beneficios como aumentarlos. La presunción de que el rápido aumento de beneficios en ejercicios anteriores significaba mayores beneficios en el futuro era, en ese caso, especialmente falsa, porque debido a la *naturaleza del negocio* era posible que se llegara al punto máximo de popularidad en un tiempo no muy lejano, después de lo cual se produciría una disminución importante, si no inevitable, por lo menos probable. Estos son algunos de los datos que mostraba el informe sobre beneficios de la empresa Coty:

Ejercicio	Beneficio neto	Beneficio por acción (ajustado)
1923	1.070.000 \$	0,86 \$
1924	2.046.000	1,66
1925	2.505.000	2,02
1926	2.943.000	2,38
1927	3.341.000	2,70
1928	4.047.000	3,09
1929	4.058.000	2,73

En 1929, cuando alcanzó su precio más alto de 82, Coty, Inc. vendía en el mercado cerca de 120.000.000 de dólares, treinta veces su *máximo* de beneficios. La inversión efectiva en el negocio (patrimonio neto) ascendía a 14.000.000 de dólares.

Ejercicio	Rendimiento neto	Devengado por acción
1930	1.318.000 \$	0,86 \$
1931	991.000	0,65
1932	521.000	0,34 (en 1932, bajo precio a 11½)

Una tercera variante de este tipo de planteamiento podría aplicarse al lanzamiento, en 1933, de la emisión de acciones de una cervecera. Dichas emisiones mostraban buenos beneficios corrientes o al menos potenciales basados en la capacidad operativa y en el beneficio indicado por barril. A primera vista, solo un analista podía predecir con seguridad que el capital que había entrado a raudales en esta nueva empresa terminaría a la postre con un exceso de capacidad productiva y en una reñida competencia. Por lo tanto, era poco probable que la inversión tuviera un gran rendimiento, al contrario, posiblemente muchas de las empresas individuales quebrarían y la mayoría de las otras serían incapaces de ganar lo suficiente como para justificar las cotizaciones tan optimistas originadas por sus buenos resultados iniciales.³⁸⁵

³⁸⁵ Véase la nota 55 del Apéndice, con breves comentarios sobre el posterior rendimiento de las emisiones de la cervecera en 1933.

Capítulo 38

Razones concretas para cuestionar o rechazar los registros de beneficios pasados

Al analizar una empresa individual, hay que examinar a fondo los elementos que rigen los resultados de explotación y buscar signos que indiquen probables cambios desfavorables en el futuro. Este planteamiento lo ilustraremos con ejemplos extraídos del sector minero. Los cuatro elementos rectores de estas situaciones podrían ser: (1) la vida de la mina, (2) la producción anual, (3) los costes de producción y (4) el precio de venta. Hemos visto ya la importancia que tiene el primero de estos factores en relación con cargo contra beneficio por el factor agotamiento. Tanto la producción como los costes pueden verse afectados negativamente cuando el mineral a extraer en el futuro difiere del que ya se ha extraído en cuanto a localización, carácter o calidad.³⁸⁶

Tasa de producción y costes de explotación. *Ejemplos: Calumet and Hecla Consolidated Copper Company*, Los ejercicios de esta productora de cobre de 1936 y de los años anteriores revelan varias cuestiones sobre las reservas de mineral. La cuenta de resultados de 1936 puede resumirse de la manera siguiente:

³⁸⁶ Cuando las reservas de mineral solo se especifican como cantidad de toneladas o de años de vida, los datos pueden ser engañosos si no hay garantías con respecto a la *calidad* del mineral restante. *Ejemplo:* los gastos por agotamiento de la empresa Alaska Juneau Gold Mining sugerían que le quedaban ochenta y cinco años a partir de 1934. Sin embargo, la declaración de registro afirmaba que solo le quedaban veinticinco años de vida a partir de 1934. La conclusión (confirmada tras una investigación) es que en el periodo de «vida» más largo se incluía mineral de carácter no comercial de mucha menos calidad.

Cobre producido	78.500.000 lb
Cobre vendido.....	95.200.00 lb @ 9,80 cts.
Beneficio antes de amortización y agotamiento	3.855.000
Amortización	1.276.000
Agotamiento.....	1.726.000
Devengado por acción después de amortización pero antes de agotamiento sobre 2.006.000 acciones.....	1,29 \$

A principios de 1937, las acciones se vendieron a 20 dólares por acción, con una valoración de la empresa de 40.000.000 de dólares o de 30.000.000 de dólares por las propiedades mineras, más 10.000.000 de dólares de capital de explotación.

Un análisis detallado de las ganancias que se realizó en 1936 muestra que estas procedían de cuatro fuentes:

Fuente: cobre	Cantidad de libras, en millones	Beneficio antes de amortización y agotamiento	
		Centavos por libra (aprox.)	Total (aprox.)
Cobre producido con anterioridad	17,3	4,5	775.000 \$
Mina de conglomerado	36,3	3,6	1.305.000
Mina de Ahmeek	23,0	3,3	760.000
Plantas de recuperación	19,2	5,3	1.015.000
	95,8	4	3.855.000 \$

De estas cuatro fuentes de beneficios, todas salvo las más pequeñas tenían un límite de vida. La venta de cobre producido en ejercicios anteriores no era periódica. La rama de conglomerado —la que fue durante setenta años el principal soporte de la producción de la compañía— se agotó «en el transcurso de doce o catorce meses». La vida de la planta de recuperación del cobre —que se recobró al arreglar los viejos tramos finales de la mina—, que suministraba el metal más barato, era cinco a siete años. De modo que solo quedaba la mina de Akmeek como principal fuente de permanencia para la futura producción. Esta mina tenía el coste de explotación más elevado, razón por la que se cerró de abril de 1932 a 1935. (Hubo otras propiedades con costes elevados que también se cerraron en 1936.)

Como consecuencia de ello, el análisis indicó que no se podía pretender obtener en el futuro más de 7.000.000 u 8.000.000 de beneficios procedentes del conglomerado y de las operaciones de saneamiento. Así pues, además de las nuevas explotaciones de carácter especulativo, la mayor parte de los 40.000.000 en que se había valorado la empresa tendrían que ser respaldados con los ingresos procedentes de aquellas propiedades de coste más elevado que **solamente habían contribuido a una pequeña parte de los resultados de 1936.**³⁸⁷

La compañía Freeport Sulphur. En 1933, el informe de auditoría sobre la cuenta de resultados de la entonces Freeport Texas Company le planteó al analista el mismo problema, además de la conveniencia de tener que utilizar, en esas circunstancias, el registro de beneficios pasados para sustentar la venta de nuevos productos financieros. Una emisión de 2.500.000 dólares de acciones preferentes convertibles a un 6% acumulativo se vendió a 100 dólares la acción, en enero de 1933, con el fin de reunir fondos para equipar una nueva instalación de sulfuro que había sido arrendada a otras empresas.

El informe de oferta indicaba entre otras cosas:

1. Que las reservas de sulfuro tenían una vida estimada de al menos veinticinco años, según el promedio anual de ventas de los ejercicios de 1928 a 1932:
2. Que el promedio de los beneficios del período de 1928 a 1932 había sido de 2.952.500, es decir, 19,6 veces lo que se necesitaba para los dividendos de acciones preferentes.

Lo que se deduce de ello es que, suponiendo que el precio del sulfuro no cambiara, la empresa podía pretender ganar, durante los siguientes veinticinco años aproximadamente, la misma cantidad obtenida en el pasado. No obstante, los datos no justificaban una deducción de este tipo. Los beneficios de la empresa en un pasado procedían de la explotación de dos propiedades, en Bryanmound y en Hoskins Mound, respectivamente. El área de Bryanmound era propiedad de la empresa y había contribuido a la mayor parte del aumento de sus beneficios. Sin embargo, en 1933, su vida fue «limitada definitivamente» (palabras textuales de la solicitud de cotización); de hecho, *posiblemente las reservas no durarían más de unos tres años.* La de Hoskins Mound se arrendó a la compañía Texas. Después de pagar un canon fijo de 1,06 dólares por tonelada, no menos de un 70% del resto de los beneficios fue abonado como renta a la compañía Texas.³⁸⁸

³⁸⁷ En la edición de este libro de 1934 tratamos una situación similar que se dio en 1927 en esta misma empresa. En aquel entonces la mayor parte de los beneficios procedía de la explotación de la planta de recuperación, que ya se sabía que tenía una vida limitada.

³⁸⁸ La tasa había sido del 50% hasta que Freeport resarcía sus gastos de capital sobre la

³⁸⁹Fue necesario que la mitad de las ventas de Freeport se hicieran con el sulfuro producido en Hoskins. La nueva instalación del lago Grande Ecallie, actualmente en desarrollo, exigía el pago de unos cánones que suponían el 40% de los beneficios netos.

Al estudiar estos datos, observaremos que los beneficios de Freeport Texas entre 1928 y 1932 no tenían una relación directa con los resultados que se esperaban de futuras operaciones. Las reservas de sulfuro —que se afirmaba serían buenas durante veinticinco años— representaban el mineral extraído de un lugar diferente y en condiciones distintas a las del pasado. Puesto que la vieja Bryanmound era por entero propiedad de Freeport, y por consiguiente sus beneficios se acumulaban al 100% en la empresa, se pagaría un royalty importante de reparto de beneficios sobre la producción de azufre del nuevo proyecto. Además de este conocido factor de coste más alto, hay que tener en cuenta también que los principales beneficios futuros de Freeport iban a destinarse a un *nuevo proyecto*. La mina de Grande Ecaille todavía no estaba equipada ni en funcionamiento y, por eso, se hallaba sujeta a muchos de los riesgos que afectan a las empresas en proceso de desarrollo. El coste de producción de la nueva mina sería, como era de suponer, mucho más elevado, o mucho más bajo, que el de Bryanmound. Desde el punto de vista financiero, lo importante es que dos propiedades diferentes deben considerarse como dos empresas independientes. De ahí que el registro de beneficios de 1928 a 1932 de Freeport Texas fuera un poco más relevante para su futuro que lo que serían las cifras de una empresa de sulfuro completamente diferente, como el caso de la Texas Gulf Sulphur.

Volviendo al punto de vista del hombre de negocios interesado por los valores financieros, el informe sobre los beneficios de la Freeport Texas sugiere el siguiente e interesante planteamiento: en junio de 1933 esta empresa se vendía en el mercado por unos 32.000.000 dólares (25.000 acciones preferentes a 125 y 730.000 acciones ordinarias a 40). Se pretendía que la mayor parte de estos futuros beneficios se derivaran de una inversión de 3.000.000 de dólares destinada a equipar una nueva propiedad arrendada a tres importantes compañías petrolíferas. En lo que al arrendamiento se refiere, dichas compañías hicieron presumiblemente un buen negocio. En efecto, el mercado daba una valoración de unos 20.000.000 de dólares o más a una nueva empresa en la que solo se iban a invertir 3.000.000 de dólares. Era posible, pues, que esta empresa intentara obtener una valoración seis veces superior a la cantidad de dinero puesta

propiedad. Ilustra el tema de este capítulo la caída en el precio de $109 \frac{1}{4}$ a $65 \frac{5}{8}$ entre enero y febrero de 1928 coincidiendo con el cambio en la tasa del canon. El lector puede examinar una evolución similar en el caso de la Texas Gulf Sulphur, ocurrido 1934 – 1935.

en ella. Sin embargo, en un procedimiento normal de los negocios, el pago de una prima tan enorme por unos resultados anticipados sería de una imprudencia extrema.³⁹⁰

Evidentemente el mercado de valores —como el corazón en el refrán francés— tiene razones que la razón desconoce. En nuestra opinión, cuando las razones escapan al sentido común y a la experiencia empresarial, es inevitable que, al final, los compradores de acciones ordinarias pierdan dinero, pese a que puedan acumular unas supuestas ganancias, y pese a que algunas compras generen beneficios permanentemente.

El precio futuro del producto. Los tres ejemplos anteriores estaban relacionados con la prolongación de la tasa de producción y los costes de explotación, sobre los que estaba basado el registro de beneficios pasados. También debemos considerar estos indicadores como probables en relación con el *futuro precio de venta* del producto. Normalmente aquí entraríamos en el terreno de las conjeturas o predicciones. Sinceramente, el analista tiene muy poco que decir sobre los precios futuros, excepto que quedan fuera del ámbito de cualquier pronóstico razonable. Ahora y entonces los hechos justificarían un estado contable más claro. Siguiendo con los anteriores ejemplos del sector de la minería, hemos de destacar los enormes beneficios obtenidos por los productores de cinc durante la Gran Guerra a causa de los elevados precios de este mineral. Al haber obtenido unos 13 centavos por libra de su producción de cinc —con respecto a la media anterior a la guerra de aproximadamente 5¼ centavos—, la compañía Butte and Superior Mining ganó en los ejercicios de 1915 y 1916 al menos 64 dólares por acción, antes de amortización y agotamiento. Sin duda, la futura capacidad de beneficios de esta compañía se reduciría bastante por debajo de las cifras que tenía durante la guerra, las cuales tampoco podían compararse, en general, con los resultados de cualquier otro ejercicio con el fin de llegar a la media o a los supuestos beneficios «normales».³⁹¹

Cambio de situación de los productores de bajo coste. El sector minero

³⁹⁰ Dado que la emisión de preferentes de Freeport Texas era relativamente pequeña, pues representaba menos de una décima parte del total de valores en el mercado de la compañía, este análisis no cuestionaría la seguridad de la emisión preferente, sino que reflejaría solo la solidez de la valoración otorgada a las acciones ordinarias establecidas por las normas de inversión. Después de 1933, la empresa afrontó graves problemas de producción que hicieron descender sus beneficios, por lo que el precio de mercado bajó en exceso, si bien dichos problemas se resolvieron más adelante. A pesar de todo, los máximos beneficios obtenidos hacia 1940, 3,30 dólares por acción en 1937, apenas podían justificar el precio de 49 dólares pagado por los especuladores en 1933.

³⁹¹ Indudablemente, puede aplicarse este mismo tipo de razonamiento al *volumen de negocio* debido a las condiciones de la guerra, y puede ejemplificarse también con las cuentas de resultados de algunas compañías aéreas durante 1939 y 1940.

del cobre ofrece un ejemplo de gran relevancia. Al analizar este sector, debemos tener en cuenta el hecho de que, desde 1914, se han establecido bastantes productores de bajo coste y que otras empresas han logrado reducir los costes de extracción debido a mejoras metalúrgicas. Esto quiere decir que ha habido un descenso indudable en el «centro de gravedad» de los costes de producción de todo el sector. Si las cosas siguen así, eso comportará en el futuro un precio de venta más bajo que el que se obtenía en el pasado. (Esta evolución resulta sorprendentemente ilustrativa en el sector del caucho natural.) Dicho de otra manera, las minas que con anterioridad estaban consideradas productoras a bajo coste por tener gastos por debajo del promedio, ahora es posible que no le sean, a menos que hayan mejorado en gran medida sus técnicas de producción. El analista tiene que tomar en consideración estos cambios en sus cálculos y ser prudente en cuanto a forjarse una opinión sobre los futuros precios del cobre —por lo menos, si se comparan con los de antes de la guerra o con la media anterior a la depresión—.³⁹²

Precios anómalos y relaciones de precios en la historia de la IRT System. La accidentada historia de la Interborough Rapid Transit System de la ciudad de Nueva York presenta bastantes divergencias entre los precios de mercado y los valores reales o relativos que se determinan mediante análisis. Dos de estas discrepancias giran alrededor del hecho de que por *razones específicas* los beneficios corrientes y los anteriores no deberían haberse aceptado como indicadores de capacidad de beneficios futura. Estos son de manera resumida los detalles de ambas situaciones:

Varios años antes de 1928» la compañía Interborough Rapid Transit era muy próspera. En el ejercicio con cierre el 30 de junio de 1917, ganó 26 dólares por acción de su capital social y pagó unos dividendos de 20 dólares por acción. Casi todos estos valores eran de la Interborough Consolidated Corporation, una sociedad de cartera (anteriormente llamada Interborough-Metropolitan Corporation), que a su vez tenía en circulación bonos con garantía subsidiaria, por acciones preferentes a un 6% y acciones ordinarias. Incluyendo sus acciones sobre los beneficios no distribuidos de la sociedad operativa, ganó unos 11,50 dólares por acción preferente y unos 2,50 dólares por acción ordinaria. Las preferentes se vendieron en el mercado a 60 dólares y las ordinarias a 10. Estas emisiones fueron activamente cambiadas como pago parcial, y fueron bien recomendadas a los compradores por varias agencias financieras que resaltaban el impresionante crecimiento del negocio del metro.

Un pequeño análisis hubiera mostrado que la imagen real era

³⁹² Por otro lado, el alza del precio del oro en 1933 invalidó, con *finés estadísticos*, los beneficios precedentes de los productores de oro que habían sido realizados a 20,67 dólares.

completamente diferente a lo que se veía a simple vista. El Ayuntamiento de la ciudad de Nueva York había contratado a la empresa Interborough (también hubo contratos entre la ciudad y la Brooklyn Rapid Transit Company) para construir nuevas instalaciones de circulación rápida. Tan pronto como entraran en funcionamiento las nuevas líneas, que iba a ser al año siguiente, los beneficios disponibles para Interborough iban a limitarse en este contrato a la cifra imperante entre 1911 y 1913, que era *bastante menor que los beneficios corrientes*. El Ayuntamiento tendría entonces derecho a recibir un elevado rendimiento de su enorme inversión en las nuevas líneas de metro. Si se llegaban a cancelar estos pagos totalmente, incluyendo los devengos atrasados, el Ayuntamiento y la empresa Interborough se dividirían a partes iguales el patrimonio neto. Sin embargo, los pagos preferentes que se debían al ayuntamiento iban a ser tan importantes que los expertos habían declarado que, en el mejor de los casos, tendrían que transcurrir más de treinta años antes que pudiera haber algún excedente de beneficios que repartir.

La siguiente tabla resumida muestra la importancia de estos datos.

TABLA 38.1
Interborough rapid transit system

Partida	Beneficios reales en 1917	Beneficios máximos cuando el contrato con el Ayuntamiento comenzó a ser operativo
Saldo de acciones de I.R.T.	9.100.000	5.200.000 \$
Cuota aplicable a Interborough Consolidated Corp.	8.800.000	5.000.000
Intereses de los bonos de Inter. Consol.	3.520.000	3.520.000
Saldo de acc. preferentes de Inter. Consol.	5.280.000	1.480.000
Dividendo de acc. preferentes	2.740.000	2.740.000
Saldo de acc. ordinarias de Inter. Consol.	2.540.000	1.260.000(d)
Beneficio por acción pref. Inter. Consol.	11,50 \$	3,25 \$
Beneficio por acción ordinaria. Inter. Consol.	2,50	Cero

Por todo ello, los hechos demostraron, sin duda alguna que, en lugar de aguardarle a Interborough un brillante futuro, estaba destinada, al cabo de un año, a sufrir una grave pérdida de capacidad de beneficio. Para entonces, sería prácticamente imposible mantener los dividendos de 6 dólares en las acciones preferentes de la sociedad de cartera, y durante uno

o más ejercicios no habría beneficios en las acciones ordinarias. Así las cosas, era prácticamente seguro que ambas emisiones de acciones de la Interborough Consolidated valían mucho menos que sus precios de venta corrientes.³⁹³

Las consecuencias no solo reafirmaron nuestra crítica sino que demostraron también que, cuando se fija el límite máximo de beneficios, suele existir el peligro de que las cifras reales sean menores que el máximo. La apertura de nuevas líneas de metro coincidió con un importante aumento de los costes de explotación debido a la inflación ocasionada por la guerra, y como era de esperar, también disminuyeron los beneficios de los trayectos de metro antiguos. La compañía Interborough Rapid Transit se vio impelida a reducir inmediatamente sus dividendos, hasta que en 1919 se dejaron de pagar. Como consecuencia, la sociedad de cartera, Interborough Consolidated, también suspendió sus dividendos en 1918. Al año siguiente dejó de pagar los intereses de sus bonos, entró en bancarrota y desapareció de la escena financiera, *extinguiéndose completamente tanto las acciones preferentes como las ordinarias*. Dos años después, la compañía Interborough Rapid Transit, tan próspera poco tiempo atrás, apenas pudo escapar de una inminente intervención judicial por suspensión de pagos gracias a una reestructuración «voluntaria» con la que amplió una emisión de pagarés con vencimiento. Cuando esta emisión venció en 1932, la empresa se vio de nuevo imposibilitada de pagar, pero, en esta ocasión, los depositarios tomaron el control de la empresa.

Durante los diez años transcurridos entre las dos demandas de suspensión de pagos, se desarrolló una nueva situación en los beneficios, parecida en cierto modo a la de 1917.⁸ En 1928, la Interborough declaró unos beneficios de 3.000.000 de dólares, es decir de 8,50 dólares corrientes por acción, y estas se vendieron a un máximo de 62 dólares. No obstante, estos beneficios incluían los 4.000.000 de dólares de «acciones preferentes garantizadas» de la filial del metro. La última representaba una cantidad limitada que se debía a la Interborough Rapid Transit por los beneficios del metro para subsanar pérdidas de los primeros años de explotación de las nuevas líneas. El 30 de junio de 1928, la cantidad de acciones preferentes garantizadas que quedaba por pagar a la compañía

³⁹³ Hay fuertes indicios que indican que en 1916-1917 algunas personas de confianza de la empresa manipularon las acciones para venderlas con engaño al público a precios altos, antes de que comenzara el período de los beneficios más bajos. El pago total de dividendos de las acciones preferentes —durante un interludio de grandes beneficios que se sabía que era temporal— fue inexcusable como política corporativa pero comprensible como maniobra para ayudar a desprenderse rápidamente de las acciones. Estas distribuciones de dividendos no solo no fueron correctas para el 4 ½ de los obligacionistas, sino porque algunos aumentos anteriores fueron también ilegales. (En el capítulo 20 se hace una referencia a este aspecto del caso.)

era solo de 1.413.000 dólares. *Por lo tanto, todos los beneficios disponibles para las acciones de Interborough se debieron a una fuente especial de ingresos que duró solo unos pocos meses más,* Sin embargo, los especuladores más incautos capitalizaron como permanente la capacidad de beneficios de las acciones de Interborough, cuyo análisis financiero mostraría que era de carácter extraordinario y temporal.^{394 395}

⁸ Véase la nota 56 deJ Apéndice, en la que se exponen de manera concisa las numerosas anomalías habidas en el precio de varios productos financieros de la Interborough System, como son:

1. Entre los 4 ½ de la Interborough Metropolitan y las preferentes de la Interborough Consolidated en 1929.
2. Entre los 5 de la I.R.T. y los 7 de la I.R.T. en 1920.
3. Entre las acciones de la I.R.T. y las acciones de la Manhattan «Reformada» en 1929.
4. Entre los 5 de la I.R.T. y los 7 de la I.R.T. en 1933.
5. Entre las acciones de la Manhattan «transformada» y la Manhattan «original» en 1933.

Capítulo 39

Price Earnings Ratios (PER) de acciones ordinarias. Ajustes por cambios en la capitalización

En los capítulos anteriores hemos hecho varias referencias a las ideas de Wall Street con respecto a la relación entre beneficios y valores de acciones. Generalmente, se considera que una acción ordinaria vale un determinado número de veces sus beneficios corrientes. Este número de veces o multiplicador depende en parte de la psicología imperante y, en parte, de la naturaleza de la empresa y de su historial. Con anterioridad al mercado al alza de 1927-1929, se aceptaba como medida estándar diez veces los beneficios. Para ser más exactos, este era el punto de partida común para valorar las acciones ordinarias, de manera que si una emisión tenía un ratio más alto era debido a que se consideraba excepcionalmente rentable, y a la inversa.

A comienzos de 1927, el estándar de diez veces los beneficios quedó desbancado por una serie de criterios nuevos y poco claros. Por un lado, surgió una tendencia general a valorar las acciones ordinarias de manera más liberal que antes. Esto podía resumirse en la famosa sentencia de un gurú de las finanzas, que insinuó que las acciones buenas eran las que valían quince veces sus beneficios.³⁹⁶ Por otro lado, se solían hacer distinciones más radicales entre las diferentes clases de acciones ordinarias. En 1928 y 1929 las empresas de sectores especialmente favorecidos, como

El texto de esta afirmación citado en el *Wall Street Journal* del 26 de marzo de 1928 decía lo siguiente: «Las acciones de General Motors, de acuerdo con el promedio de Dow, Jones & Co.—afirmó el señor Raskob—deben venderse a quince veces su capacidad de beneficios, o alrededor de 225 dólares por acción, mientras que en su nivel actual se

³⁹⁶ El texto de esta afirmación citado en el *Wall Street Journal* del 26 de marzo de 1928 decía lo siguiente: «Las acciones de General Motors, de acuerdo con el promedio de Dow, Jones & co. —afirmo el señor Raskob- deben venderse a quince veces su capacidad de beneficios, o alrededor de 225 dolares por acción, mientras que en su nivel actual se venden solamente a doce veces su beneficios corrientes.»

venden solamente a doce veces sus beneficios corrientes.» servicios públicos y cadenas comerciales, vendieron a un múltiplo de beneficios corrientes muy elevado, digamos que de veinticinco a cuarenta veces. Lo mismo sucedió en las emisiones *blue chip*, que consistían en participaciones destacadas pertenecientes a varios sectores. Como hemos señalado anteriormente, estas valoraciones tan generosas se basaban en la pretendida continuidad de la tendencia al alza mostrada en el pasado durante un período de tiempo más o menos largo. Después de 1932, se desarrolló la práctica de estimar al máximo los precios en relación con los beneficios a causa de la caída en picado de las tasas de interés a largo plazo.

La imposible estimación exacta. El análisis financiero no puede pretender que se fijen normas generales como la del «valor adecuado» de una acción ordinaria. Desde un punto de vista práctico, hay que decir que esto no existe. Las bases del valor son demasiado cambiantes como para admitir que haya una fórmula que pueda ser lo suficientemente exacta. La sola idea de basar el valor en los beneficios corrientes parece absurda, ya que estos están cambiando constantemente. En el fondo, el que el multiplicador tenga que ser diez o quince o treinta veces los beneficios parece una elección puramente arbitraria.

Sin embargo, el mercado de valores no tiene tiempo para semejantes escrúpulos científicos. En primer lugar, debe determinar la valoración y después las razones. Su posición se parece a la de un jurado en un caso de incumplimiento de palabra en el que no hay modo de medir los valores que se presuponen, pero que deben valorarse de alguna manera porque hay que establecer un veredicto. Por lo tanto, los precios de las acciones ordinarias no son cálculos cuidadosamente establecidos sino aquellos resultantes de una mezcla de reacciones humanas. El mercado de valores es una máquina de votaciones más que una balanza. Responde a datos objetivos pero no directamente sino cuando afectan a las decisiones de vendedores y compradores.

Las limitadas funciones del analista en la estimación de los precios de las acciones. Ante esta mezcla de hechos cambiantes y de voluntades humanas caprichosas y fluctuantes, generalmente el analista financiero no puede pronunciarse sobre los precios de las acciones ordinarias. Sin embargo, hay algunas funciones concretas, si bien son limitadas, que el analista puede llevar a cabo en este ámbito. Entre ellas las más representativas son las siguientes:

1. Puede establecer las bases de valoración para una *inversión conservadora* en acciones ordinarias con respecto a otras inversiones arriesgadas.

2. Puede señalar la importancia de: (a) la estructura financiera; y (b) la fuente de ingresos en relación con la valoración de una emisión determinada de acciones.
3. Puede encontrar elementos extraños en el balance que tienen consecuencias en cómo se reflejan los beneficios.

Principios sugeridos para estimaciones máximas de inversión. El inversor en acciones ordinarias, lo mismo que el especulador, depende de los beneficios futuros más que de los pasados. El principio de valoración fundamental para el analista debe ser una estimación inteligente y conservadora de la rentabilidad futura. Sin embargo, su medida de los beneficios futuros puede ser conservadora solo si está limitada por el rendimiento efectivo producido durante un período de tiempo. Sin embargo, proponemos que los beneficios del ejercicio más reciente, tomados de manera individual, puedan aceptarse como indicador de los beneficios futuros si (1) las condiciones generales de negocio en ese ejercicio no han sido excepcionalmente buenas, (2) la empresa ha mostrado en algunos ejercicios anteriores una tendencia de los beneficios al alza y (3) el estudio del sector realizado por el inversor le lleva a confiar en un crecimiento continuado. En algún caso excepcional puede justificarse que el inversor cuente con tener beneficios más elevados en el futuro de los que nunca antes ha tenido. Esto puede obedecer a crecimientos relacionados con alguna patente o al descubrimiento de un nuevo mineral en una mina o a hechos importantes de esta índole. Sin embargo, en la mayoría de los casos, el analista obtendrá el valor de inversión de una acción ordinaria a partir del promedio de beneficios de un período entre cinco y diez años. Eso no significa que todas las acciones ordinarias que posean el mismo promedio de beneficios deban tener el mismo valor. El inversor de este tipo de acciones (es decir, *el comprador conservador*) otorgará, como así debe ser, una valoración más liberal a aquellas emisiones que tengan beneficios corrientes por encima de la media o que considere que poseen mejores opciones que dicha media o bien una rentabilidad estable. No obstante, lo que constituye la esencia de nuestro punto de vista es que en todos los casos debe limitarse el alza del múltiplo a una cifra moderada, con el fin de que permanezca dentro de los límites de una valoración conservadora. Consideramos que *alrededor de 20 veces el promedio de beneficios* es un precio tan elevado como lo que se pagaría en una compra rentable de acciones ordinarias.

Pese a que esta regla es, por su naturaleza, arbitraria por necesidad, no lo es totalmente. La inversión presupone un valor demostrable, y el típico valor de una acción ordinaria puede calcularse solo por medio de algo probado, es decir, una media de capacidad de beneficios. Sin embargo, no es fácil ver cómo una media de beneficios de *menos* del 5% por encima del

precio de mercado puede servir para justificar ese precio. Está claro que el ratio de precio-beneficios (*price-earnings ratio*) no puede proporcionar ese *margen de seguridad* que hemos asociado con la posición del inversor. El comprador tendrá que aceptarlo a la espera de que los futuros beneficios sean más elevados que nunca. No obstante, en el sentido original y más útil del término, ese fundamento de valoración es *especulativo*.³⁹⁷ Pero esto queda fuera de la esfera de la inversión en acciones ordinarias.

Los precios más elevados pueden prevalecer con fines especulativos. El propósito de esta distinción se entiende fácilmente. No queremos dar a entender que es un error pagar por cualquier acción ordinaria más de veinte veces el promedio de beneficios. Lo que sugerimos es que ese precio puede ser especulativo. La compra podría resultar muy beneficiosa pero, en ese caso, lo que pondrá en evidencia es que ha sido una especulación acertada o con suerte. Conviene observar, además, que no hay mucha gente que acierte o tenga suerte en sus operaciones especulativas de manera continua. Por eso, debemos proponer a modo de corolario que *quienes compran habitualmente acciones ordinarias a más de veinte veces la media de sus beneficios tienen muchas probabilidades de perder dinero a largo plazo*. Esto es lo más probable porque, a falta de una comprobación sistemática, suelen caer periódicamente en la tentación de los mercados al alza, en los que siempre encuentran argumentos falaces para justificar el pago de precios desorbitados por las acciones ordinarias.

Otros requisitos para acciones ordinarias en grado de inversión, y una conclusión. Debemos señalar que si tomamos la media de veinte veces los beneficios como el *límite más alto* del precio para una compra de inversión, entonces el precio normal que se ha de pagar debe ser sustancialmente menor que este máximo. Esto significa que, en el caso típico de una empresa con perspectivas neutras, puede que lo adecuado esté en cerca de 12 o 12 1/2 veces la media de los beneficios. Debemos insistir, además, en que un ratio razonable del precio de mercado para realizar el promedio de los beneficios no es el único requisito para invertir en acciones ordinarias. Se trata de una condición necesaria pero no suficiente. También la empresa debe ser aceptable en su estructura financiera y en su gestión, así como no tener malas perspectivas.

De esta reflexión podemos deducir *que una inversión en acciones ordinarias tentadora es una especulación tentadora*. Esto es así porque si una acción ordinaria puede cubrir la demanda de un inversor conservador

³⁹⁷ Véase nota 57 del Apéndice, sobre la relación entre tipos de intereses por bonos y el «multiplicador» de acciones ordinarias.

que obtiene el valor total de su dinero, *además* de buenas opciones de futuro, esta emisión tendrá también muchas probabilidades de revalorizarse en el mercado de valores.

Ejemplos de compras especulativas (a corto plazo) y de inversión (a largo plazo) en acciones ordinarias. Nuestra definición de los principios de inversión para la compra de acciones ordinarias es una variación de la práctica de Wall Street con respecto a aquellas acciones ordinarias que tienen un valor elevado. Para que estas emisiones tengan derecho de suscripción, se toma un precio considerablemente mayor que veinte veces la media de los beneficios, es decir, estas acciones se designan como «emisiones de inversión» a pesar del precio al que se venden. Según nuestro parecer, los altos precios que se pagan por «las acciones ordinarias mejores» permiten que estas compras sean esencialmente especulativas porque para justificarlas necesitan de un crecimiento futuro. De ahí que las operaciones de inversión en acciones ordinarias, como las definimos, ocupen en el mercado un terreno neutral, que se halla entre las emisiones de bajo precio, que son especulativas por su dudosa calidad, y las emisiones bien arraigadas, que son especulativas, a pesar de todo, por su elevado precio.

A continuación mostramos nueve ejemplos³⁹⁸ con fecha de 31 de diciembre de 1938 que ilustran estas diferencias.

³⁹⁸ Véase la nota 58 del Apéndice, con la posterior evolución de los ejemplos proporcionados en la edición de 1934.

TABLA 39.I

Grupo A: Acciones ordinarias especulativas a causa de su elevado precio, diciembre de 1938 (las cifras se dan ajustadas para reflejar los cambios en la capitalización)

Partida	Grupo A		
	General Electric	Coca-Cola	Johns-Manville
Cantidad de beneficios por acción ordinaria:			
1938	0,96 \$	5,95 \$	1,09 \$
1937	2,20	5,73	5,80
1936	1,52	4,66	5,13
1935	0,97	3,48	2,17
1934	0,59	3,12	0,22
1933	0,38	2,20	0,64(d)
1932	0,41	2,17	4,47(d)
1931	1,33	2,96	0,45
1930	1,90	2,79	3,66
1929	2,24	2,56	8,09
Media de 10 ejerc.	1,25 \$	3,56 \$	2,15 \$
Media de 5 ejerc. (1934-1938)	1,25 \$	4,59 \$	2,88 \$
Bonos	Ninguno	Ninguno	Ninguno
Acc. preferentes	Ninguna	600.000 acc @ 60	75.000 acc. @ 130
		36.000.000 \$	9.750.000 \$
Acc.ordinarias	28.784.000	3.992.000	850.000
	acc. @ 43 ¹ / ₂	acc. @ 132 ¹ / ₄	acc. @ 105
	1.250.000.000 \$	529.500.000 \$	89.300.000 \$
Capitalización total	1.250.000.000 \$	565.500.000 \$	99.050.000 \$
Inmovilizado material neto 31/12/38	335.182.000 \$	43.486.000 \$	48.001.000 \$
Neto de activos corrientes 31/12/38	155.023.000 \$	25.094.000 \$	17.418.000 \$
Media de beneficios por precio de las acciones ordinarias, 1929-1938	2,9%	2,7%	2,0%
Beneficio máximo por precio de las acciones ordinarias, 1929-1938	5,1%	4,5%	7,7%
Beneficio mínimo por precio de las acciones ordinarias, 1929-1938	0,9%	1,6%	(d)
Media de beneficios por precio de las acciones ordinarias, 1934-1938	2,9%	3,5%	2,7%

TABLA 39.2
**Grupo B: Acciones ordinarias especulativas a causa
de su registro irregular, diciembre de 1938**

Partida	Grupo B		
	Goodyear Tire and Rubber	Simmons	Youngstown Sheet and Tube
Cantidad de beneficios por acción ordinaria:			
1938	1,34 \$	1,42 \$	0,89 (d) \$
1937	1,95	2,88	6,79
1936	3,90	3,53	7,03
1935	0,12	1,14	0,64
1934	0,66 (d)	0,84 (d)	2,95 (d)
1933	0,79 (d)	0,04	7,76 (d)
1932	4,24 (d)	2,57 (d)	11,75 (d)
1931	0,04	0,79 (d)	6,55 (d)
1930	0,37 (d)	1,05 (d)	5,17
1929	10,23	4,15	17,28
Media de 10 ejerc.	1,15 \$	0,79 \$	0,70 \$
Media de 5 ejerc. (1934-1938)	1,35 \$	1,63 \$	2,12 \$
Bonos	50.235.000 \$	10.000.000 \$	87.000.000 \$
Acc. preferentes	650.000 acc. @ 108 70.250.000 \$	Ninguna	150.000 acc. @ 81 12.165.000 \$
Acc. ordinarias	2.059.000 acc. @ 37 ⁵ / _e 77.500.000 \$	1.158.000 acc. @ 32 37.050.000 \$	1.675.000 acc. @ 54 ¹ / ₄ 90.900.000 \$
Capitalización total	197.985.000 \$	47.050.000 \$	190.065.000 \$
Inmovilizado material neto 31/12/38	170.322.000 \$	28.446.000 \$	224.678.000 \$
Neto de activos corrientes 31/12/38	96.979.000 \$	14.788.000 \$	83.375.000 \$
Media de beneficios por precio de las acciones ordinarias, 1929-1938	3,1%	2,5%	1,3%
Beneficio máximo por precio de las acciones ordinarias, 1929-1938	27,2%	13,0%	31,8%
Beneficio mínimo por precio de las acciones ordinarias, 1929-1938	(d)	(d)	(d)
Media de beneficios por precio de las acciones ordinarias, 1934-1938	3,6%	5,1%	3,9%

TABLA 39.3

Grupo C: Acciones ordinarias que cumplen con los requisitos de «inversión» desde el punto de vista cuantitativo, diciembre de 1938

Partida	Grupo C		
	Adams-Millis	American Safety Razor	J. J. Newberry
Cantidad de beneficios por acción ordinaria:			
1938	3,21 \$	1,48 \$	4,05 \$
1937	2,77	2,47	5,27
1936	2,55	2,70	6,03
1935	2,93	2,42	4,94
1934	3,41	2,03	5,38
1933	2,63	1,40	3,06
1932	1,03	1,14	1,07
1931	4,72	1,58	1,73
1930	4,83	2,50	2,27
1929	4,83	2,57	3,15
Media de 10 ejerc.	3,29 \$	2,03 \$	3,70 \$
Media de 5 ejerc. (1934-1938)	2,97 \$	2,22 \$	5,13 \$
Bonos	Ninguno	Ninguno	5.587.000 \$
Acc. preferentes	Ninguna	Ninguna	51.000 acc. @ 106 5.405.000 \$
Acc. ordinarias	156.000 acc. @ 21 3.280.000 \$	524.000 acc. @ 14 ⁷ / ₈ 7.800.000 \$	380.000 acc. @ 34 ¹ / ₂ 13.110.000 \$
Capitalización total	3.280.000 \$	7.800.00 \$	24.102.000 \$
Inmovilizado material neto 31/12/38	3.320.000 \$	6.484.000 \$	25.551.000 \$
Neto de activos corrientes 31/12/38	926.000 \$	3.649.000 \$	8.745.000 \$
Media de beneficios por precio de las acciones ordinarias, 1929-1938	15,7%	13,7%	10,7%
Beneficio máximo por precio de las acciones ordinarias, 1929-1938	23,0%	18,2%	17,5%
Beneficio mínimo por precio de las acciones ordinarias, 1929-1938	4,9%	7,7%	3,1%
Media de beneficios por precio de las acciones ordinarias, 1934-1938	14,1%	14,9%	14,9%

Comentarios sobre los distintos grupos. Las empresas del grupo A representan a las denominadas «de primer grado» o compañías industriales *blue chip*, que se vieron particularmente favorecidas por el gran movimiento especulador de 1928-1929, así como en los mercados de los años posteriores. Se caracterizan por hallarse en una situación financiera fuerte, por tener presumiblemente buenas perspectivas y, en muchos casos, por haber tenido en el pasado beneficios relativamente estables o frecuentes. Sin embargo, el precio de mercado de sus acciones era más elevado que el que podrían justificar las medias de sus beneficios. De hecho, los beneficios del mejor ejercicio de la década de 1929 a 1938 fue menos del 8% del precio de mercado que había en diciembre de 1938. Es típico de estas emisiones que vendan por unas primas enormes que están por encima del capital efectivo invertido.

Las empresas que se analizan en el grupo B son claramente especulativas por la gran inestabilidad de sus registros de beneficios. En ellos se muestran las diversas conexiones entre el precio de mercado y la media de los beneficios, los máximos beneficios y los valores de los activos.

Las acciones ordinarias del grupo C son la muestra de aquellas empresas que cumplen con las pruebas específicas y cuantitativas de la inversión de calidad. Estas pruebas incluyen lo siguiente:

1. Beneficios razonablemente estables, teniendo en cuenta las tremendas fluctuaciones de las condiciones de negocio durante un período de diez años.
2. Media de beneficios que permita un ratio satisfactorio en el precio de mercado.³⁹⁹
3. Un plan financiero lo suficientemente conservador y una posición de capital circulante fuerte.

Si bien no estamos sugiriendo que una acción ordinaria comprada como inversión *requiera* iguales valores activos que el precio pagado —una característica, no obstante, de las emisiones del grupo C—, en general estas acciones no se venderán por una prima tan elevada que esté por encima de los recursos reales de las compañías.

La inversión en acciones ordinarias, como la contemplamos aquí, se circunscribe al tipo de cuentas de resultados como los que muestra el grupo C. Sin embargo, la compra real de cualquier emisión requiere también que el comprador esté tranquilo con respecto a que las opciones

³⁹⁹ Obsérvese que la *media* de las tres empresas del grupo C era casi una y media y hasta dos veces mayor con respecto al precio de mercado vinculado al máximo de beneficios del grupo A.

de la empresa son cuando menos razonablemente favorables.

Fondo para variaciones en la capitalización

En el caso de una cotización por acción, al abordar el registro de beneficios pasados, es básico que las cifras estén ajustadas para reflejar cualquier variación importante en la capitalización que haya tenido lugar durante el período. En el caso más sencillo, esto supondrá solo un cambio en el número de acciones ordinarias debido a dividendos por acciones, fraccionamientos (*split-ups*), etc. Todo lo que se necesita entonces es volver a plantear la capitalización del período en función del número actual de acciones. (Esos nuevos cálculos solo los realizan algunos servicios estadísticos.)

El ajuste es más difícil cuando la variación en la capitalización se debe a la venta de acciones suplementarias a un precio comparativamente bajo (normalmente mediante derechos de suscripción o bonos de compra) o a la conversión de títulos preferentes. En estos casos, los beneficios disponibles para las acciones ordinarias al principio del período deben incrementarse con cualquier ganancia que haya habido por la emisión de las acciones suplementarias. Cuando los bonos o las acciones preferentes han sido convertidas en ordinarias, los gastos pagados anteriormente tienen que ser anotados en resultados como gastos compensados adicionalmente, y la nueva cifra resultante se aplicará a un número mayor de acciones. Si las acciones se han vendido a un precio relativamente bajo, un ajuste adecuado sería estimar unos beneficios, por ejemplo, entre el 5% y el 8% de los ingresos por la venta. (No es necesario hacer estos nuevos cálculos a menos que las variaciones indicadas en ese sentido sean importantes.)

A veces debe hacerse el ajuste correspondiente de los beneficios por acción para reflejar un posible incremento futuro del número de acciones en circulación, como resultado de conversiones u opciones de compra. Cuando otros poseedores de valores tienen una oportunidad de cualquier tipo, el análisis sólido debe tener en cuenta el posible efecto adverso sobre las ganancias por acción de la acción ordinaria que seguiría del ejercicio de la opción.

Ejemplos. Este tipo de ajuste es el que debe hacerse al analizar los beneficios declarados de American Airlines, Inc. durante el ejercicio con cierre a 30 de septiembre de 1939.

Beneficios declarados	1.128.000 \$
Por acción sobre 300.000 acciones en circulación	3,76 \$
	(Precio en diciembre de 1930, aprox. 37)

Pero había en circulación 2.600.000 de bonos al 4 ½ % convertibles en acciones ordinarias a 12,50 dólares por acción. El analista debe adaptar los bonos convertibles con los siguientes resultados ajustados:

Beneficios, incluyendo 117.000 \$ de interés	1.245.000 \$
Por acción sobre 508.000 acciones	2,45 \$

Al realizar este ajuste necesario podemos comprobar que se han perdido más de un tercio de los beneficios declarados por acción.

En la tabla siguiente, los ejemplos de la American Water Works and Electric Company ilustran este tipo de ajuste.

El ajuste A refleja el pago de dividendos por acciones en 1928, 1929 y 1930.

El ajuste B asume una emisión de bonos convertibles de 15.000.000 de dólares por 5s convertibles, emitidos en 1934; de ese modo aumentan los beneficios por la cantidad de los cobros por interés y aumenta también la emisión de acciones ordinarias en 750.000 acciones. (Los anteriores ajustes son independientes de cualquier posible modificación en los beneficios declarados que se originan en el planteamiento de la dotación de amortización, etc., del que hemos hablado con anterioridad.)

Ejercicio	Beneficios* por ordinaria según declarado			Ajuste A		Ajuste B		
	Beneficio	Número	Por acción	Número de acciones	Beneficio por acción	Beneficio	Número de acciones	Beneficio por acción
1933	2.392 \$	1.751	1,37 \$	1.751	1,37	3.140 \$	2.501	1,26 \$
1932	2.491	1.751	1,42	1.751	1,42	3.240	2.501	1,30
1931	4.904	1.751	2,80	1.751	2,80	5.650	2.501	2,26
1930	5.424	1.751	3,10	1.751	3,10	6.170	2.501	2,47
1929	6.621	1.657	4,00	1.741	3,80	7.370	2.491	2,95
1928	5.009	1.432	3,49	1.739	2,88	5.760	2.489	2,30
1927	3.660	1.361	2,69	1.737	2,11	4.410	2.487	1,76
Media de 7 ejercicios			2,70 \$		2,50 \$			2,04 \$

* Número de acciones y beneficios en miles.

El correspondiente ajuste en valores contables o en valores de activos corrientes por acción ordinaria debe hacerse mediante el análisis del balance. Esta técnica es la que seguimos en nuestra exposición de la cuenta de resultados de la Baldwin Locomotive Works de la nota 70 del Apéndice, en ella se deja un margen para los *warrants* en circulación.

Fondos para intereses con participación

Al calcular los beneficios disponibles para las acciones ordinarias, deben reconocerse todos los derechos de los depositarios de emisiones participativas, se hayan pagado o no los intereses. Un ajuste semejante requiere tener en cuenta el efecto de los contratos de emisión, reservando un porcentaje sustancial de los beneficios como compensación, como en el caso de los fondos de inversión. A veces surgen casos atípicos en relación con las «acciones con derechos aplazados», dividendos contingentes y otras consideraciones.

Ejemplo. Trico Products Corporation, una importante fábrica de accesorios de automóviles, está capitalizada con 675.000 acciones ordinarias, de las cuales 450.000 (propiedad del presidente de la empresa) estaban originalmente «restringidas» en el cobro de dividendos. Además, a medida que los beneficios de 1925 y los siguientes ejercicios alcanzaban unas cifras ya estipuladas, se fueron liberando de su limitación sucesivos bloques de acciones restringidas. (Al final de 1938, habían sido liberadas de ese modo un total de 239.951 acciones.)

TABLA 39.4
Ajuste de beneficios: Trico Products Corporation¹

Ejercicio	Beneficios	Beneficio por acciones no restringidas		
		A. Sin contar acciones restringidas	B. Máxima distribución por acciones no restringidas	C. Teniendo en cuenta la liberación de acciones restringidas (sobre la capitalización total)
1929	2.250.000 \$	6,67 \$	4,58 \$	3,33 \$
1930	1.908.000	5,09	3,94	2,83
1931	1.763.000	4,70	3,72	2,61
1932	965.000	2,57	2,54	1,44
1933	1.418.000	3,78	3,21	2,10
1934	1.772.000	4,72	3,74	2,62
1935	3.567.000	9,84	6,52	5,38
1936	4.185.000	9,75	7,25	6,39
1937	3.792.000	8,97	6,82	5,99
1938	2.320.000	5,56	4,53	3,70
Promedio de 10 ejercicios	3.394.000 \$	6,17 \$	4,69 \$	3,64 \$

¹ Los cálculos de los ejercicios de 1935 a 1938 están influidos por las operaciones de recompra de acciones restringidas hechas por la sociedad.

La columna C de la tabla anterior proporciona la medida de rentabilidad más inteligente en cuanto a las acciones no restringidas. La columna A es irrelevante.

Una situación similar a la de Trico Products Corporation se dio antes de junio de 1921 en el caso de las acciones de la compañía Montana Power.

Regla general. El contenido de las últimas páginas puede resumirse en la siguiente regla general:

El valor intrínseco de una acción ordinaria ante la existencia de títulos convertibles, o sujeto a dilución a través del ejercicio de opciones de compra o de privilegios participativos de las que disfrutaban otros depositarios de valores, no puede estimarse correctamente en un importe superior que la que debería ser si se ejercieran totalmente todos esos privilegios.

Capítulo 40

Estructura de la capitalización de la empresa

La división de la capitalización total de una empresa entre títulos preferentes y acciones ordinarias tienen mucho que ver con la importancia de la capacidad de beneficio por acción. Para aclarar este punto, utilizaremos una serie de ejemplos hipotéticos. Con este propósito imaginaremos tres empresas: A, B y C, cada una con una capacidad de generación de beneficios (es decir, con una media e ingresos recientes) de 1.000.000 de dólares. Las tres son idénticas salvo en la estructura de su capitalización. La empresa A está exclusivamente capitalizada con 100.000 acciones ordinarias. La empresa B tiene en circulación 6.000.000 de bonos al 4% y 100.000 acciones ordinarias. La empresa C tiene en circulación 12.000.000 de dólares de bonos al 4% y 100.000 acciones ordinarias.

Vamos a suponer que los bonos tienen un valor equivalente y que las acciones ordinarias son doce veces los beneficios por acción. En ese caso, el valor de las tres empresas resultará de la siguiente manera:

Empresa	Beneficios	Valor de las acciones ordinarias	Valor de los bonos	Valor total de la empresa
A	1.000.000 \$	12.000.000 \$		12.000.000 \$
B	760.000	9.000.000	6.000.000 \$	15.000.000
C	520.000	6.000.000	12.000.000	18.000.000

Estos resultados reclaman nuestra atención. Unas empresas que tienen una capacidad de beneficios idéntica parecen tener importantes diferencias en sus valores, debido exclusivamente a la distribución de sus capitalizaciones. Sin embargo, la estructura de la capitalización es en sí misma una cuestión determinada voluntariamente por quienes ejercen su control. ¿Significa esto que el valor correcto de una empresa puede ser aumentado o disminuido de manera arbitraria cambiando de un lugar a

otro las proporciones relativas de títulos preferentes y acciones ordinarias?

¿Puede alterarse el valor de una empresa mediante variaciones arbitrarias de su estructura de capital? Para responder a esta pregunta debemos analizar exhaustivamente los ejemplos citados. Al analizar el valor de las tres empresas suponíamos que los bonos tenían un valor a la par y que las acciones valían doce veces sus beneficios. ¿Son justificables estas suposiciones? Consideremos, en primer lugar, el caso de la empresa B. Si no se dan elementos desfavorables en la situación, los bonos bien podrían venderse a 100, ya que el interés ha sido cuatro veces superior. Ni siquiera la presencia de esta deuda podría evitar que las acciones ordinarias se vendieran a 12 veces su capacidad de beneficio establecida.

Sin embargo, sería conveniente que, si las acciones de la empresa B valen 12 veces sus beneficios, las acciones de la empresa A valieran más que este múltiplo ya que no tienen ninguna deuda. El riesgo es menor, y son menos vulnerables al efecto de una disminución de los beneficios que las acciones de la empresa B. Esto es obvio, como lo es también que las acciones de la empresa B son más sensibles a un aumento de los beneficios. Las siguientes cifras aclaran este punto:

Beneficios supuestos	Beneficio por acción		Variación de beneficios por acción	
	Empresa A	Empresa B	Empresa A	Empresa B
1.000.000 \$	10,00 \$	7,60 \$	(Base)	(Base)
750.000	7,50	5,10	-25%	-33%
1.250.000	12,50	10,10	+25%	+33%

¿No sería correcto suponer que la gran sensibilidad de la empresa B ante una posible disminución de sus beneficios está contrarrestada por su gran sensibilidad ante un posible incremento? Más aún, si el inversor espera mayores beneficios en el futuro —y presumiblemente selecciona sus acciones ordinarias pensando en ello—, ¿no es justificable que seleccione la emisión a la que sacará más provecho a partir de un determinado grado de mejora? De esta manera volvemos a las conclusiones originales de que la empresa B puede valer 3.000.000 de dólares o un 25% más que la empresa A debido únicamente a la distribución de la capitalización entre bonos y acciones.

Principio de óptima estructura de capitalización. Pese a que esta conclusión pueda parecer paradójica, está sustentada en la conducta real de las acciones ordinarias en el mercado. Si sometemos esta contradicción a un análisis más detenido, descubriremos que proviene de lo que podría

llamarse una «excesiva simplificación» de la estructura de capital de la empresa A. Es evidente que las acciones ordinarias de la empresa A contienen los dos elementos representados por los bonos y las acciones de la empresa B. Parte de las acciones de la empresa A son, en realidad, equivalentes a los bonos de la empresa B y deben valorarse, *en teoría*, con la misma cotización, es decir, al 4%. El remanente de las acciones de la empresa A debe valorarse en 12 veces los beneficios. Este razonamiento teórico nos daría un valor combinado de 15.000.000 de dólares, es decir, una cuota promedio de 6%%, para los dos componentes de las acciones de la empresa A que, por supuesto, son los mismos que todos los bonos y las acciones juntos de la empresa B.

Pero, *en la práctica*, este valor de 15.000.000 para las acciones de la empresa A no se lograría bajo circunstancias normales. La razón es que el comprador de acciones ordinarias raramente reconocerá la existencia de un «componente de bono» en una emisión de acciones ordinarias y, en cualquier caso, al no querer ese componente de bono, no estará dispuesto a pagar más.⁴⁰⁰ Este hecho nos lleva a un importante principio tanto para el comprador de productos financieros como para la dirección de la empresa:

La estructura de capitalización óptima para cualquier empresa incluye títulos prioritarios hasta una cantidad en que puedan ser emitidos con seguridad y comprados como inversión.

Esto significa concretamente que, para el accionista, los ajustes hechos por la empresa B en su capitalización son preferibles a los de la empresa A, suponiendo que en ambos casos la emisión de 6.000.000 de dólares constituya una inversión sólida. (Esto requeriría, entre otras cosas, que estas empresas mostraran un capital circulante de no menos de 6.000.000 de dólares de acuerdo con los severos controles a que son sometidas las emisiones industriales sólidas, que recomendamos en el capítulo 13.) En estas condiciones, la contribución que hacen los accionistas ordinarios al capital total puede calificarse de un mecanismo de capitalización

⁴⁰⁰ Véase nuestra exposición sobre la empresa American Laundry Machinery en las pp. 505-507 de la edición de 1934 de este libro, en las que se muestra el posible efecto de una variación de una estructura de capital conformada por acciones a otra en que se combinan acciones y bonos. La American Zinc llevó a cabo unos cambios reales de este tipo (en 1916, mediante dividendos de acciones preferentes) y la compañía Maytag mediante distribuciones similares en 1928. El sistema habitual de introducir una estructura de capitalización especulativa en una empresa basada en un sistema conservador se lleva a cabo mediante la formación de una sociedad de cartera que emite sus propios títulos preferentes y acciones ordinarias contra la adquisición de las acciones ordinarias de otra empresa. *Ejemplos*: Chesapeake Corporation en 1927, Kaufmann Department Stores Securities Corporation en 1925.

ultraconservadora, ya que tiende generalmente a que el dólar invertido sea menos productivo para el inversor que si se pidiera en préstamo una parte del capital.

Una situación análoga se produce también en muchos negocios particulares, en los que se considera una política beneficiosa y apropiada el empleo de una cantidad moderada de créditos bancarios para necesidades temporales, antes que financiar totalmente las operaciones con el capital de los propietarios.

Prácticas corporativas que ocasionan escasez de bonos industriales sólidos. Del mismo modo que es conveniente para los bancos que los negocios pidan créditos frecuentemente, también suele serlo para el inversor que las corporaciones industriales fuertes obtengan una parte de su capital mediante la venta de bonos. Esta política puede incrementar el número de emisiones de bonos en el mercado primario, proporcionando al inversor de este tipo de títulos una amplia gama de opciones y dificultando que se vendan bonos poco sólidos. Desgraciadamente, en los últimos años, la realidad de las corporaciones del sector industrial ha sido la falta de buenas emisiones de bonos de este tipo. En general, las empresas fuertes se han abstenido de poner en circulación nuevos bonos y, en muchos casos, han retirado los antiguos. Sin embargo, el hecho de que los sectores más fuertes hayan evitado la deuda representada en bonos ha desmoralizado de diferente manera a los inversores y a las políticas de inversión. En 1934 escribimos las siguientes observaciones sobre este aspecto y, aún son, en buena medida, aplicables:

1. Ha habido una tendencia a restringir aquellos bonos industriales nuevos que financiaran a empresas con una posición más debilitada. La relativa escasez de bonos buenos impulsaron a las sociedades de inversión a comprar emisiones de calidad inferior con resultados desastrosos.
2. La escasez de bonos buenos también llevó a los inversores al ámbito de las acciones preferentes. Por las razones previamente expuestas (en el capítulo 14), las acciones preferentes directas son, en teoría, poco saludables y, por ello, han demostrado ser un tipo de inversión poco satisfactoria.
3. La eliminación de los títulos preferentes en el sistema financiero de las grandes corporaciones ha proporcionado cierta calidad a la inversión de sus acciones ordinarias, pero ha añadido todavía más calidad a la demanda de estas acciones por parte del inversor. Esto, a

su vez, ha originado que fueran compradas grandes cantidades de acciones ordinarias por gente cuyas circunstancias pedían comprar bonos sólidos. Esto ha proporcionado, además, una justificación simple para la generación de precios excesivos; y finalmente ha contribuido notablemente a la confusión que se generalizó en los años de 1927 a 1929 entre compras de inversión y compras especulativas, lo que sirvió para corromper a un importante número de cautos inversores del país.

Estimación de beneficios en donde la estructura de capital tiene demasiado peso. Con el fin de poder dar un paso más en la teoría de la estructura de capital, vamos a examinar el caso de la empresa C. Hemos llegado a una valoración de esta empresa de 18.000.000 de dólares suponiendo que su emisión de bonos por 12.000.000 de dólares se vendiera a la par y que las acciones se vendieran a 12 veces sus beneficios por 5,20 dólares. Por lo que respecta al precio de los bonos, esta suposición es sin duda engañosa. Los beneficios de dos veces los cobros de interés no son una protección suficiente para un bono industrial, de ahí que no sea aconsejable que los inversores compren esa emisión a la par. De hecho, este ejemplo nos ofrece una demostración útil de nuestro argumento en cuanto a que una cobertura de dos veces el interés es inadecuada. Si fuera más que suficiente —como algunos inversores parecen creer—, los dueños de cualquier negocio próspero, ganando un 8% del dinero invertido, podrían obtener de nuevo su capital si vendieran una emisión de bonos al 4%, y aun controlarían el negocio junto con la mitad de sus beneficios. Este ajuste resultaría demasiado atractivo para los empresarios pero sería absurdo desde el punto de vista de quienes compran los bonos.

El ejemplo de nuestra empresa C también aclara el efecto del tipo de interés sobre la aparente seguridad de los títulos preferentes. Si la emisión de bonos por 12.000.000 de dólares conllevara un tipo de interés nominal del 6%, los cobros de intereses de 720.000 dólares serían devengados a menos de 1½ veces. Supongamos que la empresa D tiene ese tipo de emisión de bonos: en ese caso, un inversor imprudente, al observar los dos estados de beneficios, podría rechazar los bonos al 6% de la empresa D al considerarlos poco seguros porque la cobertura de su interés es solo de 1,39 y, por el contrario, aceptar los bonos de la empresa C a la par porque le parecen correctos unos beneficios que representan dos veces los gastos fijos. Es probable que esta discriminación no sea muy inteligente. Nuestro inversor estaría rechazando un bono *simplemente porque* le da un generoso tipo de interés nominal, y estaría aceptando otro bono *simplemente porque* le da una baja tasa de interés. Sin embargo, lo cierto es que el margen mínimo de seguridad que hay detrás de estas emisiones

de bonos debe establecerse lo más elevado posible para evitar la posibilidad de que alguna vez *pueda parecer* que se ha adquirido por una mera bajada de su tipo de interés. Este mismo razonamiento se aplicaría, por supuesto, a la tasa de interés de las acciones preferentes.

Teniendo en cuenta que los bonos de la empresa C no son seguros a causa del excesivo volumen de la emisión, es probable que se vendan con un considerable descuento a la par. No podemos sugerir cuál sería el precio adecuado para una emisión de este tipo, pero ya hemos señalado en el capítulo 26 que un bono que sea especulativo a causa de su poca seguridad no debe comprarse normalmente por encima de 70. Es bastante probable que la presencia de esta voluminosa emisión de bonos pueda evitar que se vendan a doce veces sus beneficios, ya que los compradores de acciones conservadores evitarían la empresa C, porque esta representaría demasiado riesgo al ser probable que tuviera dificultades financieras en caso de acontecimientos adversos. El resultado bien podría ser que, en lugar de valer en el mercado 18.000.000 de dólares como en un principio supusimos, las emisiones de bonos y acciones de la empresa C se vendieran por menos de 15.000.000 de dólares (valoración de la empresa B), o incluso por menos de 12.000.000 de dólares (el valor de la empresa A).

La rigurosidad de los datos nos indica que este resultado tan poco favorable no tiene por qué darse necesariamente. Si los inversores son lo bastante imprudentes y los especuladores lo bastante impulsivos, los títulos de la empresa C podrían venderse en el mercado por unos 18.000.000 de dólares o incluso más. Sin embargo, esto carecería de base y sería poco aconsejable.⁴⁰¹ Nuestra teoría de la estructura de capital no puede aceptar una disposición como la de la empresa C, tanto en el sentido convencional como en el adecuado. Esto indica que hay límites determinados en las ventajas que se obtienen con el empleo de títulos preferentes. Ya hemos hablado de este hecho al mencionar el principio de la estructura de capitalización óptima, pues para que los títulos preferentes dejen de ser una ventaja, su cantidad ha de resultar más elevada de lo que puede ser emitido de forma segura o adquirida como inversión.

La empresa A responde a un tipo de disposición de la capitalización «ultraconservadora», la empresa C responde a un tipo que podría

⁴⁰¹ En 1925, los títulos de Dodge Brother (motor) se vendieron al público partiendo de unos valores principales de bonos y de acciones preferentes de 160.000.000 de dólares y cerca de 50.000.000 de dólares el valor de mercado de ordinarias. El inmovilizado material neto fue solo de 80.000.000 de dólares y la media de beneficios de 16.000.000 de dólares. Esta estructura de capitalización por arriba, al principio no tuvo gran influencia en los valores financieros, pero una drástica disminución de los beneficios en 1927 reveló pronto lo poco fundamentado de su estructura financiera. (En 1928 la Chrysler adquirió el control de la compañía.)

denominarse «especulativa», mientras que la empresa B podríamos llamarla «adecuada» o «correcta».

El factor apalancamiento en la estructura de capitalización especulativa. Si bien una estructura de capitalización especulativa emite todos los productos financieros de la empresa fuera de los límites de inversión, hay que conceder a las acciones ordinarias una cierta ventaja especulativa. Un 25% de incremento en los beneficios de la empresa C (de 1.000.000 a 1.250.000 dólares) significará cerca de un 50% de incremento en los beneficios por acción ordinaria (de 5,20 a 7,70 dólares). Por esta razón, hay cierta tendencia por parte de las empresas capitalizadas de manera especulativa a vender sus títulos, por lo general, a valores relativamente altos durante épocas buenas o en mercados alcistas. Por el contrario, estos pueden estar sujetos (los valores), a un alto grado de desvalorización en tiempos de depresión. Sin embargo, hay una ventaja real, y es el hecho de que tales emisiones, cuando se venden a partir de una base desvalorizada, pueden subir mucho más de lo que bajan.

TABLA. 40.I
American Water Works y Electric Company

Partida	1921	1923	1924	1929	Ratio de las cifras de 1929 con respecto a las de 1921
Beneficios brutos*	20.574 \$	36.380 \$	38.356 \$	54.119 \$	2,63 :1
Netos de gastos variables*	6.692	12.684	13.770	22.776	3,44 :1
Gastos fijos y dividendos en acciones preferentes*	6.353	11.315	12.780	16.154	2,54 :1
Resultado*	339	1.369	990	6.622	19,53 :1
Base de 1921: †					
Número de acciones ordinarias	92.000	100.000	100.000	130.000	1,41 :1
Beneficio por acción	3.68 \$	13.69 \$	9,90 \$	51,00 \$	13,86 :1
Precio máximo de ordinarias	6½	44¾	209	sobre 2500	385,00 :1
% ganado del precio	56,6%	30,6%	4,7%	2,04%	0,037 :1
Declarado:					
Número de acciones ordinarias	92,000	100.000	500.000	1.657.000	
Beneficio por acción	3,68 \$	13,69 \$	1,98 \$	4,00 \$	
Precio alto de ordinarias	6½	44¾	41⅞	199	

* En miles.

† Número de acciones y ajuste de precio para eliminar el efecto de los dividendos en acciones y fraccionamientos.

El registro de las acciones ordinarias de la compañía American Water Works and Electric entre 1921 y 1929 indica un incremento prácticamente inverosímil de su valor, una gran parte del cual fue debido a la influencia de una estructura de capitalización muy especulativa. La tabla superior muestra cuatro informes resumidos de los resultados de este período.

El inversor que compró la acción ordinaria de la American Water Works al precio máximo de 6½ en 1921, si retuvo las distribuciones hechas en las acciones, podría poseer cerca de 12½ acciones cuando la ordinaria fuera vendida a un precio máximo de 199 en 1929. Sus 6,60 dólares habrían aumentado alrededor de 2.500 dólares. Mientras que el

mercado de valores de acciones ordinarias crecía unas 400 veces, los beneficios brutos se habían incrementado solo 2,6 veces la cifra inicial. La tremenda desproporción del alza en el valor de las acciones ordinarias fue debida a una serie de causas que exponemos, por orden de importancia, a continuación:

1. Una valoración más alta sobre los beneficios por acción de esta emisión. En 1921 se reconoció que la capitalización de la empresa estaba sobrecargada, sus bonos se vendían a bajo precio y los beneficios por acción ordinaria no se tomaban muy en serio, especialmente desde que no se pagaron dividendos a preferentes negociadas. En 1929, el entusiasmo general por acciones de empresas de servicios públicos dio como resultado que el precio de las emisiones ordinarias fuera prácticamente cincuenta veces su cifra más alta de beneficios declarados.
2. La estructura de su capitalización permitió que las acciones ordinarias obtuvieran una enorme ventaja por la ampliación de las propiedades de la empresa. Casi todos los recursos financieros adicionales que se necesitaron se obtuvieron con la venta de títulos preferentes. Se observará que mientras que los beneficios brutos aumentaron cerca de 160% de 1921 a 1929, el saldo de las antiguas acciones ordinarias creció catorce veces durante el mismo período.
3. El margen de beneficio mejoró durante estos ejercicios, tal como indica el mayor ratio de neto sobre bruto. La estructura de capital especulativo acentuó el beneficio de las acciones ordinarias a partir de los beneficios netos adicionales que se derivaron de esta manera.⁴⁰²

Otros ejemplos. La conducta de empresas capitalizadas de forma especulativa bajo *condiciones variables de negocio* se ilustra bien en los análisis anexos de la compañía A. E. Staley Manufacturing, fabricante de productos derivados del maíz. Para poder hacer una valoración comparativa, mostraremos también el análisis de la compañía American Maize Products, una empresa del mismo sector capitalizada de manera conservadora.

El aspecto más relevante de la cuenta de resultados de Staley fue la extraordinaria fluctuación de los beneficios por acción ordinaria anuales. Es evidente que el negocio en sí se halla sujeto a grandes variaciones en el beneficio neto, y el efecto de estas variaciones sobre las acciones

⁴⁰² Véase nota 59 del Apéndice, con datos que ilustran el proceso inverso aplicado por la American Water Works desde 1929 hasta una parte de 1938; también con una ocasión similar de especulación con la emisión de acciones preferentes de 1935 por parte de la compañía United Light and Power.

ordinarias está magnificado a causa de la pequeña cantidad de acciones ordinarias en comparación con los títulos preferentes.⁴⁰³ La importante dotación de amortización actúa también como equivalente a un gasto fijo pesado. Por lo tanto, una disminución, en 1929, en el neto antes de amortización de 3.266.000 a 1.540.000 dólares en el siguiente ejercicio, cerca de un 50%, dio lugar a una caída de los beneficios por acción ordinaria de 84 dólares a solo 3,64 dólares. Los beneficios netos de American Maize Products fueron prácticamente de una variabilidad parecida, pero la pequeña cantidad de gastos anteriores hicieron que las fluctuaciones en los beneficios por acción ordinaria cantidad de gastos variables hizo que las fluctuaciones en los beneficios por acción ordinaria fueran bastante menos espectaculares.

TABLA. 40.2
A. E. Staley

Ejercicio	Neto antes amortización	Amortización	Gastos fijos y dividendos preferentes*	Resultado	Beneficio por acción
1933	2.563 \$	743 \$	652 \$	1.168 \$	55,63 \$
1932	1.546	753	678	114	5,43
1931	892	696	692	496(d)	23,60(d)
1930	1.540	753	708	79	3,74
1929	3.266	743	757	1.766	84,09
1928	1.491	641	696	154	7,35
1927	1.303	531	541	231	11,01
1926	2.433	495	430	1.507	71,77
1925	792	452	358	18(d)	0,87(d)
1924	1.339	419	439	481	22,89

*En miles.

⁴⁰³ En 1934, la compañía declaró un 100% de dividendos en acciones, doblando de esa manera el número de acciones ordinarias, y, en 1937, fraccionó las acciones a 10 por 1 y cambió el valor nominal de 100 a 10 dólares. Estas dos modificaciones multiplicaron las acciones en circulación por 20. La persistencia del factor variable en los beneficios por acción ordinaria se muestran en las siguientes cifras por acción:

1934	28,46 \$
1935	2,76(d)
1936	52,88
1937	18,40(d)
1938	38,80
1939	68,00

TABLA. 40.3
American Maize Products

Ejercicio	Neto antes amortización	Amortización	Gastos fijos y dividendos preferentes*	Resultado	Beneficio por acción
1933	1.022 \$	301 \$		721 \$	2,40 \$
1932	687	299		388	1,29
1931	460	299		161	0,54
1930	1.246	306	22	918	3,06
1929	1.835	312	80	1.443	4,81
1928	906	317	105	484	1,61
1927	400	318	105	23(d)	0,08(d)

*En miles.

TABLA. 40.4
Capitalización (con fecha de enero de 1933)

Partida	A.E. Staley	American Maize Products
6% bonos	(4.000.000* @ 75) 3.000.000 \$	
7 dólares acc. prefer.	(50.000 acc. @ 44) 2.200.000	
Acciones ordinarias	(21.000 acc. @ 45) 950.000	(300.000 acc. @ 20) 6.000.000 \$
Capitalización total	6.150.000 \$	6.000.000 \$
Media de beneficios, entre 1927 y 1932, aprox.	900.000	615.000
% de estos beneficios en la capitalización de 1933	14,6%	10,3%†
Media de beneficios por acción ordinaria	14,76%	1,87 \$
% ganado en el precio por ordinaria	32,8%	9,4%†
Capital circulante, a 31 de dic. de 1932	3.664.000 \$	2.843.000 \$
Neto activos, a 31 dic. De 1932	15.000.000 \$	4.827.000 \$

* Cantidad estimada deducida de los bonos propios.

† La diferencia entre estos dos números se debe al diverso tratamiento de las acciones preferentes en circulación durante 1927-1930. Una pequeña cantidad de acciones preferentes que quedó en 1931-1933 no se incluyó en los cálculos reflejados arriba.

La capitalización especulativa puede originar una cifra de la valoración total de la empresa excesivamente baja. La situación de los títulos de la empresa Staley en el mercado, en enero de 1933, es una constatación práctica del análisis teórico que hemos hecho anteriormente con la compañía C. Su estructura de capitalización sobrecargada ocasionó que los bonos y las acciones preferentes tuvieran precios bajos (estas últimas se vieron particularmente afectadas en 1931 por la suspensión temporal de sus dividendos). El resultado fue que, en lugar de mostrar un incremento del valor total a causa de la presencia de los títulos prioritarios, la empresa vendió en el mercado a un precio relativo mucho más bajo que el capitalizado de manera conservadora por la American Maize Products. (Esta última empresa mostró una relación normal entre la media de beneficios y el valor de mercado. No debería calificarse propiamente de capitalización ultra conservadora porque las variaciones en sus beneficios anuales constituyen una buena razón para evitar cualquier cantidad sustancial de títulos preferentes. Por el contrario, una emisión pequeña de bonos o acciones preferentes no tendría ninguna especial ventaja o desventaja.)

El indicio de que la compañía A. E. Staley estaba infravalorada, en enero de 1933, en comparación con la American Maize Products, adquiere consistencia al comparar las posiciones de los activos corrientes relativos y de todos los recursos. La compañía Staley estaba vendiendo los valores netos activos por dólar solo a un tercio que la American Maize.

En mercados poco favorables, la excesiva deflación de una emisión especulativa como la de acciones ordinarias de Staley, crea la posibilidad de un sorprendente avance del precio cuando las condiciones mejoran, porque entonces los beneficios por acción muestran un incremento brusco. Observemos que, a comienzos de 1927, la acción ordinaria de Staley se cotizaba a alrededor de 75, y un año más tarde se vendió a cerca de 300. De forma similar las acciones aumentaron de un precio bajo de 33, en 1932, al equivalente a 320 en 1939.

Otro ejemplo parecido. Un ejemplo de espectaculares cambios en los precios por la misma razón nos lo proporciona la Mohawk Rubber. En 1927, la acción ordinaria se vendió a 15 dólares, lo que representaba una valoración de solo 300.000 dólares para la emisión ordinaria, que siguió a 1.960.000 de acciones preferentes. La empresa había perdido 610.000 dólares en 1926 con respecto a 610.000 de ventas. En 1927, las ventas cayeron a 5.700.000 pero hubo un beneficio neto de 630.000 dólares. Esto representaba más de 23 dólares por acción de la pequeña cantidad de acciones ordinarias. Como consecuencia, el precio evolucionó de su suelo de 15, en 1927, al pico de 251 en 1928. En 1930, la empresa perdió de nuevo 669.000 dólares, y en el siguiente ejercicio el precio bajó al

equivalente de solo 4 dólares.

En una empresa capitalizada de forma especulativa, los inversores de acciones ordinarias —o los que tienen la posibilidad de obtener una rentabilidad— se benefician a costa de los accionistas de títulos preferentes. El accionista de ordinarias opera con muy poco de su propio dinero y con bastante del dinero del tenedor de títulos preferentes; es una cuestión de «cara o cruz» entre ambos. Esta posición estratégica del accionista de ordinarias es una forma extrema de lo que se ha denominado ganancia adicional arriesgando lo que ya ha acumulado. De la misma manera que un bono convertible pierde sus propias ventajas cuando los precios suben hasta un punto que los aleja del tipo de inversión convencional, así un compromiso de acción al mínimo precio se transforma cada vez más en compromisos sustanciales mientras el precio continúe subiendo. En el ejemplo de Mohawk Rubber, el comprador astuto que pagaba a 15 no podía esperar mantenerlo más allá de 100 —aunque su cotización alcanzara 250— porque a 100 las acciones habían perdido sus características distintivas como una emisión subordinada capitalizada de forma especulativa.

Capítulo 41

Acciones ordinarias de precio bajo. Análisis de la fuente de beneficios

Acciones de precio bajo

El público relaciona las características mencionadas en el capítulo anterior con las *acciones de bajo precio*. La mayoría de emisiones capitalizadas de manera especulativa se venden dentro de los márgenes de precios bajos. La definición de «precio bajo» es, por supuesto, arbitraria. Es indudable que los precios por debajo de 10 dólares por acción pertenecen a esta categoría y que aquellos por encima de 20 dólares quedan normalmente excluidos. Por eso, de alguna manera, la línea divisoria estaría entre 10 y 20 dólares.

Ventaja aritmética de las emisiones de bajo precio. Las acciones ordinarias de bajo precio parecen poseer una ventaja aritmética que obedece al hecho de que tienen más posibilidades de aumentar progresivamente que de disminuir. Es sabido que en el mercado de productos financieros una emisión aumenta más rápidamente de 10 a 40 que de 100 a 400. Esto se debe, en parte, a las preferencias del público especulador que, generalmente, favorece mucho más a las emisiones que se encuentran en la franja de 10 a 40 que a las que se venden por encima de 100. No obstante, también es cierto que, en muchos casos, las acciones ordinarias de bajo precio dan a su propietario la ventaja de un interés en una empresa relativamente grande —o una «opción de compra» sobre esta— a un coste relativamente bajo.

La edición de abril de 1936 del *The Journal of Business of the University of Chicago*⁴⁰⁴ presentaba un estudio estadístico sobre la conducta del precio relativo de las acciones ordinarias dentro de varios grupos de precios. El estudio se centraba en el período 1926-1935⁴⁰⁵ y

⁴⁰⁴ Fritzeimer, Louis H., «Relative Price Fluctuations of Industrial Stocks in Different Price Groups», loc. cit., pp. 133-154.

⁴⁰⁵ Véanse las pp. 473-474 de la edición de 1934 de esta obra con referencia a un estudio anterior dedicado a la conducta relativa de las emisiones a bajo y alto precio al ser compradas durante las depresiones de 1897, 1907, 1914 y 1921. Aunque el ámbito de cobertura de este estudio, publicado en 1931 por J. H. Holmes *et al.*, era más limitado llegaba a conclusiones similares a las de Fritzeimer.

revelaba una continua superioridad entre las emisiones de bajo precio sobre las diversificadas y sobre emisiones de alto precio como medios especulativos. La siguiente cita de dicho estudio resume los resultados y conclusiones del autor:

A menos que haya graves errores en el trabajo estadístico que aquí se presenta, esta investigación establece la existencia de ciertas relaciones entre el nivel de precio y las fluctuaciones de este, que hasta la fecha no han sido dadas a conocer por los estudiosos del fenómeno del mercado de valores. Estas relaciones se resumen de la siguiente manera:

1. Las acciones de precio bajo tienden a fluctuar relativamente más que las acciones de precio alto.
2. En un mercado al alza, las acciones de precio bajo tienden a subir relativamente más que las acciones de precio alto y no pierden sus máximas ganancias en las recesiones posteriores. En otras palabras, cuando comparamos los movimientos descendentes y ascendentes de las acciones de precio alto, el movimiento descendente de las de precio bajo es menos proporcional que sus movimientos ascendentes.

* * *

Asumiendo que (1) el comportamiento futuro de los grupos de precios diversos sea similar a su comportamiento pasado y (2) que la selección de acciones según la actividad del ejercicio corriente no se tenga en cuenta completamente el mejor comportamiento de los grupos de acciones de bajo precio, parece lógico llegar a la siguiente conclusión:

1. Las acciones industriales de precio bajo ofrecen oportunidades mayores para obtener beneficios especulativos que las acciones industriales de precio alto.
2. En caso de que dos o más emisiones de acciones industriales parecieran ofrecer las mismas perspectivas de beneficios, el especulador debería adquirir las acciones que se vendan al precio más bajo.

Razones por las que la mayoría de compradores de emisiones de precio bajo pierden dinero. Podría parecer que el predominante gusto del público por las «acciones baratas» esté basado en la lógica. Sin embargo, es cierto que la mayoría de la gente que compra acciones baratas pierde dinero en estas adquisiciones. ¿Por qué ocurre esto? La razón

fundamental es que el público compra las emisiones que *le venden*, y este esfuerzo de venta se dirige hacia el beneficio del vendedor y no del comprador. En consecuencia, la mayoría de las compras a bajo precio que hace el público están mal hechas, es decir, no proporcionan las verdaderas ventajas que ofrece este tipo de producto financiero. La razón puede ser que las compañías están en una mala situación financiera o que las acciones ordinarias han bajado de precio solo aparentemente y que, en realidad, representan un valor excesivo en relación con el tamaño de la empresa. Esto último ocurre, sobre todo, en las ofertas de *nuevos* títulos de bajo precio. En estos casos, se logra un *pseudoprecio* con una maniobra simple que consiste en crear un número de acciones tan extenso que, incluso a pocos dólares la acción, el valor total de la emisión de ordinarias resulta excesiva. Esto ocurrió en las emisiones de acciones de algunas empresas mineras, y sucedió de nuevo en las ofertas de acciones de empresas de bebidas alcohólicas de 1933, así como también en las emisiones de compañías aéreas de 1938 y 1939.

Una genuina acción ordinaria de bajo precio muestra un valor agregado de la emisión que será pequeño en relación a los activos de la compañía, de las ventas y los beneficios pasados y previstos. Los ejemplos que mostramos a continuación indican la diferencia entre un precio «genuino» y un «pseudoprecio».

Partida	Wright-Hargreaves Mines, Ltd. (minería de oro)	Barker Bros. Corp. (minorista)
Julio de 1933:		
Precio por acción ordinaria	7	5
Número de acciones en circulación	5.500.000	148.500
Valor total de ordinarias	38.500.000 \$	743.000 \$
Acciones preferentes a la par		2.815.000
Acciones preferentes en el mercado		500.000
Ejercicio de 1932:		
Ventas	3.983.000 \$	8.154.000 \$
Beneficios netos	2.001.000*	703.000(d)
Período 1924-1932:		
Ventas máximas	3.983.000 \$	16.261.000 \$
Beneficios netos máximos	2.001.000*	1.100.000
Beneficios máximos por ordinaria	0,36* \$	7,59 \$
Capital circulante, dic., 1932	1.930.000 \$	5.010.000 \$
Inmovilizado material neto	4.544.000	7.200.000

* Antes de agotamiento.

La emisión de Wright-Hargreaves era de precio bajo solo en apariencia, porque de hecho este registraba una valoración muy alta para la empresa si se comparaba con las distintas partes de sus estados financieros. El caso contrario fue el de Barker Brothers, cuya valoración de 743.000 dólares representada por las acciones ordinarias era excesivamente pequeña en relación al volumen de la empresa. (Obsérvese también que lo mismo podría aplicarse a las preferentes de Barker Brothers, cuya cotización a 18 se incluía en el grupo de las acciones a bajo precio.)⁴⁰⁶

La observación del mercado de valores mostrará que las acciones de las empresas que se encuentran bajo administración judicial por suspensión de pagos, posiblemente sean más activas que las que están a precio muy bajo simplemente por sus escasos beneficios. Este es un fenómeno provocado por el deseo de los directivos de esa empresa de disponer de sus participaciones antes que la suspensión de pagos se lo lleve todo, justificando así la aparición de grandes cantidades de acciones de bajo precio y tratando de persuadir sin escrúpulos al incauto público de que las compre. Sin embargo, cuando unas acciones de precio bajo cumplen con las condiciones de tener un atractivo especulativo, suele no haber una presión para vender y no se hacen esfuerzos para lograrlo. Este análisis podría explicar por qué el público casi siempre compra las emisiones a bajo precio peores e ignora las oportunidades que verdaderamente son prometedoras.

El bajo precio y la capitalización especulativa. Las empresas capitalizadas de forma especulativa, según nuestra definición, se distinguen por una gran cantidad de títulos preferentes y una comparativamente pequeña emisión de acciones ordinarias. Aunque en la mayor parte de los casos las acciones ordinarias se venderán a un precio bajo por acción, no necesariamente será así si el número de acciones es pequeño. En el caso Staley, por ejemplo (mencionado en el capítulo 47), incluso a 50 dólares por acción ordinaria en 1933, la estructura de capitalización aún sería especulativa, ya que los bonos y acciones preferentes a la par representarían el 90% del total. También es cierto que incluso cuando no haya títulos preferentes, las acciones ordinarias pueden tener las mismas posibilidades que las de una empresa capitalizada de forma especulativa. Independientemente de cómo esté capitalizada,

⁴⁰⁶ Véase la nota 60 del Apéndice, para ver las consecuencias de estos ejemplos. Para contrastar alguno de estos mismos puntos, se sugiere al estudiante que compare la actuación de la empresa Continental Motors Corporation y de Gilchrist Company cuando ambas compañías vendían a 35 dólares cerca del cierre de ejercicio de 1939. Más allá de la diferencia básica, fundamentada en la relación entre la valoración de la empresa y sus activos y ventas, hay un llamativo contraste entre el registro de beneficios y la posición del capital circulante.

existirán posibilidades cuando en el mercado de valores las emisiones de ordinarias representen una pequeña cantidad de dinero con respecto al volumen de negocio.

Para ilustrar este aspecto, mostramos un análisis resumido, con fecha de septiembre de 1929, de Mandel Brothers, Inc. y de Gimbel Brothers, Inc., dos empresas de grandes almacenes.

Partida	Gimbel Bros	Mandel Bros
1939, septiembre:		
Bonos a la par	26.753.000 \$	
Acciones preferentes	197.000 acc. @ 50 9.850.000 \$	
Acciones ordinarias	977.000 acc. @ 8 7.816.000 \$	297.000 acc. @ 5 1.485.000 \$
Capitalización total	44.419.000 \$	1.485.000 \$
Resultados de 12 meses, hasta 31 de julio de 1939:		
Ventas	87.963.000 \$	17.883.000 \$
Beneficio neto antes de interés	1.073	155.000
Resultado	1.105 (d)	155.000
Beneficio por acción	1,13 (d)	0,52
Período de 1934-1938*:		
Máximo de ventas (1937)	100.081.000 \$	19.378.000 \$
Máximo de beneficios netos por acción ordinaria (1937)	2.032.000	414.000
Máximo de beneficios por acción (1937)	2,08	1,33
Precio máximo de ordinarias	29 ³ / ₈ (1937)	18 (1936)
Media de beneficios por acción ordinaria	0,23	0,46
31 enero, 1939:		
Activo circulante neto	22.916.000 \$	4.043.000 \$
Inmovilizado material neto	75.614.000	6.001.000
Arrendamientos pagados en 1937	1.401.000	867.000

* Basado en el informe formulado a 31 de enero.

Gimbel Brothers representa un caso típico de empresa capitalizada de manera especulativa. Por otra parte, Mandel Brothers no tiene títulos preferentes, descontando las ordinarias, pero a pesar de esto el relativamente pequeño valor de mercado de esta emisión concede a las acciones las mismas posibilidades especulativas (aunque de alguna

manera en un grado menor) que se hallaban en el plan de Gimbel Brothers. Obsérvese, sin embargo, que los pagos por arrendamientos de Mandel Brothers son proporcionalmente mucho más altos que los de Gimbel Brothers, y que dichos gastos de arrendamiento son, en buena medida, equivalentes a los títulos prioritarios.

Equivalencia entre volumen de producción elevado y alto coste de producción con la estructura de capital especulativa. Este ejemplo servirá para ampliar el concepto de una acción ordinaria considerada como especulativa. Cualquier causa que haya reducido a una cifra por debajo de lo normal el porcentaje de bruto disponible para las ordinarias puede ocasionar una posición especulativa o *marginal* y eso sirve, en consecuencia, para situar las acciones ordinarias en un valor por debajo del normal en relación con el volumen de negocio. Es poco frecuente que los altos costes de explotación o producción tengan el mismo efecto de recortar el porcentaje de bruto disponible para las ordinarias que si fueran gastos prioritarios. Los siguientes ejemplos hipotéticos de tres productoras de cobre aclararán este punto y nos llevarán a extraer algunas conclusiones sobre el tema de la gran producción frente a los costes operativos.

Partida	Empresa A	Empresa B	Empresa C
Capitalización:			
Bonos al 6%		50.000.000 \$	
Acciones ordinarias	1.000.000 acc.	1.000.000 acc.	1.000.000 acc.
Producción	100.000.000 lb.	150.000.000 lb.	150.000.000 lb.
Coste de producción (antes de interés)	7 cts.	7 cts.	9 cts.
Intereses por libra		2 cts.	
Coste total por libra	7 cts.	9 cts.	9 cts.
A		⏟	
Precio hipotético del cobre	10 cts.		10 cts.
Beneficio por libra	3 cts.		1 cts.
Producción por acción	100 lb.		150 lb.
Beneficio por acción	3 \$		1,50 \$
Valor de la acción a 10 veces los beneficios	30 \$		15 \$
Producción por cada dólar de valor de mercado de la acción	3 1/3 lb.		10 lb.
B			
Precio hipotético del cobre	13 cts.		13 cts.
Beneficio por libra	6 cts.		4 cts.
Beneficio por acción	6 \$		6 \$
Valor de la acción a 10 veces los beneficios	60 \$		60 \$
Producción por dólar de valor de mercado de la acción	1 2/3 lb.		2 1/2 lb.

Seguramente no es necesario señalar que el coste de producción más alto de la empresa C tendrá exactamente el mismo efecto que el requisito de intereses por bonos de la empresa B (suponiendo que la producción y los costes de producción continúen como se ha establecido).

Principio general que se deriva. La tabla anterior resulta quizá más útil para mostrar la relación inversa que normalmente existe entre la ganancia por unidad producida y producción por dólar del valor de la acción.

El principio general que puede establecerse es que, cuanto más bajo sea el coste unitario, más baja será la producción por dólar del valor de mercado de la acción y viceversa. Como la empresa A tiene un coste de 7

céntimos, cada una de sus acciones se venderá *por cada libra producida* a un precio más alto que la empresa C con su 9 céntimos de coste. Por el contrario, la empresa C produce más libras por dólar del valor de la acción que la empresa A. Desde el punto de vista de la técnica especulativa, este hecho tiene su importancia. Cuando se produce un alza en el precio de un producto, hay un mayor avance de las acciones de los productores de coste alto, en lo que al porcentaje se refiere, que en las acciones de los productores de coste bajo. La tabla anterior indica que un alza en el precio del cobre de 10 a 13 céntimos aumentaría en un 100% el valor de las acciones de la empresa A y en un 300% el valor de las acciones de la empresa B y C. Contrariamente a la impresión general que se tiene en Wall Street, cuando el comprador está convencido de que un alza en el precio del producto es inminente y desea aprovechar esto al máximo, las acciones de los productores con altos costes son recursos más lógicos que los de los productores con bajos costes.⁴⁰⁷ Exactamente la misma ventaja conlleva la compra de acciones ordinarias capitalizadas de forma especulativa cuando se prevé con seguridad una importante mejora de las ventas y los beneficios.

Las fuentes de beneficios

Por lo general, el significado de «fuente de beneficios» debe considerarse en el mismo sentido que «tipo de negocio», una consideración que concuerda bastante con la valoración que el público hará de los beneficios por acción que presenta una determinada acción ordinaria. Hay diferentes «multiplicadores» para los distintos tipos de empresa, aunque tenemos que señalar que estas distinciones están en sí mismas sujetas a los cambios de los tiempos.⁴⁰⁸ Antes de la Primera Guerra, las acciones del ferrocarril eran las mejor valoradas a causa de su supuesta estabilidad. Entre 1927 y 1929, el grupo de empresas de servicios públicos vendió al ratio más alto de los beneficios, debido a la estabilidad de su crecimiento. Entre 1933 y 1939 una legislación adversa, y en particular el temor a la competencia del gobierno, redujo de manera importante la relativa popularidad de las acciones de empresas de

⁴⁰⁷ La acción del mercado en el avance de las acciones de la compañía B de 15 a 60, a causa de las alzas del cobre de 10 a 13 céntimos, carece de lógica alguna, pues habitualmente no hay una garantía que haga suponer que el precio más alto del metal va a ser *permanente*. Sin embargo, como el mercado se comporta dentro de su estilo irracional, el inversor tiene que reconocer este comportamiento en su cálculo.

⁴⁰⁸ Véase Cowles, Alfred, 3d, and associates (*Common Stock indexes, 1871-1937*), pp. 43- 46, 404-418, Bloomington, Ind., 1938, para un estudio de los *earnings-price* ratios de diferentes sectores industriales durante sucesivos ejercicios a partir de 1871 y hasta 1937. Los ratios de 1934 a 1938 y los de 1926 a 1938 se dan en nuestro análisis de la lista de industrias de la Bolsa de Valores de Nueva York, en la nota 61 del Apéndice.

servicios públicos. Recientemente se han otorgado valoraciones más liberales a aquellas empresas industriales, grandes y bien arraigadas, que fueron capaces de mantener beneficios sustanciosos durante la depresión y que se considera que poseen perspectivas favorables a largo plazo. Debido a estas repetidas variaciones en el comportamiento y en la popularidad, el analista financiero deberá dudar antes de formular cualquier norma definitiva con la que poder valorar un tipo de negocio con respecto a otro. Es innecesario decir que, cuanto más impresionante sea el registro y más prometedoras las perspectivas de estabilidad y crecimiento de una empresa, más liberalmente deben ser valorados los beneficios por acción, sujetos siempre a nuestro principio de que un multiplicador superior a 20 (es decir, un «beneficio base» de menos del 5%) conducirá a la emisión fuera de la escala de precios de inversión.

Una fase especial: tres ejemplos. Un terreno más fructífero para la técnica del análisis se halla en la fuente de beneficios que debe analizarse con respecto a activos específicos que son propiedad de la empresa, en lugar de en relación únicamente con la naturaleza general del negocio. Este aspecto puede ser importante cuando una parte considerable de los beneficios se obtiene de la inversión de valores en cartera o de otras fuentes fijas y fiables. Para aclarar este aspecto tan sutil del análisis de acciones ordinarias nos serviremos de tres ejemplos.

1. *Northern Pipe Line Company*. Durante los años de 1923 a 1925, los beneficios y dividendos que declaró la compañía Northern Pipe Line fueron:

Ejercicio	Beneficios netos	Beneficio por acción*	Beneficios distribuidos
1923	308.000 \$	7,70 \$	10 \$, más 15 \$ extra
1924	214.000	5,35	8
1925	311.000	7,77	6

* Capitalización: 40.000 acciones ordinarias.

En 1924, el precio más bajo al que se vendieron las acciones fue a 72; en 1925 a 67½ y en 1926 el más bajo fue a 64. Estos precios fueron, en general, algo inferiores que 10 veces los beneficios declarados y reflejaban la falta de entusiasmo por estas acciones debido al pronunciado declive de las cifras de beneficios de los ejercicios precedentes y también a las reducciones de dividendos.

Sin embargo, un análisis de la cuenta de resultados revelaría la

siguiente estructura de las *fuentes de beneficios*.⁴⁰⁹

Ingresos	1923		1924		1925	
	Total	Por acción	Total	Por acción	Total	Por acción
Rentas obtenidas de:						
Operaciones de oleoductos	179,000 \$	4,48 \$	69.000 \$	1,71 \$	103.000 \$	2,57 \$
Intereses y rentas	164.000	4,10	159.000	3,99	170.000	4,25
Partidas extraordinarias	déb. 35.000	déb. 0,88	déb. 14.000	0,35	ab. 38.000	ab. 0,95
	308.000 \$	7,70 \$	214.000 \$	5,35 \$	311.000 \$	7,77 \$

Esta cuenta de resultados es excepcional porque la mayor parte de los beneficios proceden de fuentes ajenas al negocio de los oleoductos propiamente. Por lo general, se recibieron como intereses de inversiones y arrendamientos cerca de 4 dólares por acción. El balance de situación mostraba participaciones de casi 3.200.000 dólares (8 dólares por acción) en bonos de guerra Liberty y otros títulos negociables de máxima garantía en los que los intereses eran del 4%.

Esto suponía que debía aplicarse una cuota especial de valoración a los beneficios por acción, puesto que la cuota base de «diez veces los beneficios» daría un resultado absurdo. Las inversiones de máxima garantía de 80 dólares por acción producirían unos ingresos de 3,20% por acción, y a 10 veces los beneficios estos 80 dólares «valdrían» solo 32 dólares por acción, una *reductio ad absurdum*. Obviamente, la parte de los ingresos de la Northern Pipe Line que procedía de su cartera de bonos debía valorarse, como es lógico, a una cuota más elevada que la porción procedente de las fluctuaciones de negocio de los oleoductos. Por ello, deberían haberse seguido las directrices que proponemos a continuación para hacer una buena valoración de las acciones de la Northern Pipe Line. Los beneficios del oleoducto tendrían que valorarse con una cuota baja debido a su tendencia poco satisfactoria. Presumiblemente, los intereses e ingresos en concepto de alquileres deben valorarse en base al valor razonable de los activos que producen los ingresos. Este análisis indicaba

⁴⁰⁹ Aunque los informes de la compañía a sus accionistas contenían muy poca información, había datos financieros y operativos completos disponibles para el público en los archivos de la Comisión Interestatal de Comercio (Interstate Commerce Commission).

claramente que, al precio de 64 en 1926, las acciones de la compañía Northern Pipe Line se vendían muy por debajo de su valor intrínseco.⁴¹⁰

Media de 1923 a 1925*		Cuota de valoración	Valor por acción
Beneficio por acción del oleoducto	2,92 \$	15% (6 ² / ₃ veces los beneficios)	20 \$
Beneficio por acción de los intereses y los arrendamientos	4,10	5% (20 veces los beneficios)	80
Total	7,02 \$		100 \$

* No se toman en cuenta las ganancias y pérdidas extraordinarias.

2. *Lackawanna Securities Company*. La finalidad de esta empresa era gestionar el depósito de un gran paquete de bonos al 4% de la empresa Glen Alden Coal, anteriormente propiedad de la compañía de ferrocarriles Delaware, Lackawanna and Western Railroad, y sus acciones se prorratearon entre los accionistas de esta última empresa. La compañía financiera Lackawanna Securities tenía en circulación 844.000 acciones ordinarias. El 31 de diciembre de 1931, solo su activo —exceptuando alrededor de 1 dólar por acción en efectivo— consistía en obligaciones de primera hipoteca al 4% de la compañía Glen Alden por un valor nominal de 2.151.000 de dólares. Durante el ejercicio de 1931, la cuenta de resultados era la siguiente:

Intereses recibidos por los bonos de Glen Alden	2.084.000 \$
Menos:	
Gastos	17.000
Impuestos federales	250.000
Resultado	1.817.000
Beneficio por acción	2,15 \$

*No se toman en cuenta las ganancias y pérdidas extraordinarias.

A primera vista, el precio en 1932 de 23 dólares por acción con un beneficio de 2,15 dólares no parecía muy descabellado. Sin embargo, estos beneficios procedían, no de operaciones comerciales o de fabricación, sino de la posesión de una emisión de bonos que presumiblemente constituía una inversión de primer orden. (En 1931, la compañía Glen Alden Coal ganó 9.550.000 disponibles para unos gastos por intereses de 2.151.000,

⁴¹⁰ Una situación paralela se daba en el caso de la compañía Davis Coal and Coke antes del reparto de 50 dólares por acción a los accionistas por sus importantes posesiones en bonos del gobierno en los años 1937 y 1938. Poco antes de esto, cada acción se vendió a 35. El lector puede observar en la memoria anual que la media de beneficios de 2,06 dólares por acción y la media de dividendos de 2,56 dólares, de 1934 a 1938, procedía totalmente de fuentes ajenas al negocio del carbón.

cubriendo de ese modo 4 ½ veces los requisitos de los bonos.) Al valorar estos productos financieros en aproximadamente el 10% la tasa del mercado, se estaban valorando, de hecho, los bonos de Glen Alden a solo 37 céntimos por encima del dólar. (El precio de 23 por acción de Lackawanna Securities era equivalente a un valor nominal de 60 dólares de los bonos de Glen a 37, más 1 dólar en efectivo.)

De nuevo, como en el ejemplo de Northern Pipe Line, un análisis mostraría de forma convincente que la acostumbrada cuota de 10 veces los beneficios producía una manifiesta infravaloración de esta emisión que estaba especialmente garantizada.

TABLA 41.1
Tobacco Products Corporation

Partida	Precio: diciembre 1931	Valor de mercado
Capitalización		
2.240.000 acciones al 7% Clase A (20 \$ par)	6 \$	13.440.000 \$
3.300.000 acciones ordinarias	2¼	<u>7.425.000</u>
Total		20.825.000 \$
Beneficios netos del ejercicio de 1931		sobre 2.200.000 \$
Beneficio por acción Clase A		sobre 1 \$
Beneficio por acción después de dividendos Clase A		cero
Beneficios distribuidos Clase A		0,80 \$

3. *Tobacco Products Corporation of Virginia.* En este ejemplo, como en los otros dos, la empresa vendía en el mercado cerca de 10 veces los últimos beneficios declarados. Sin embargo, en 1931, los beneficios de Tobacco Products procedieron por entero de un arrendamiento financiero de sus activos a la American Tobacco Company, que tenía previsto un arrendamiento anual de 2.500.000 dólares durante noventa y nueve años desde 1923. Teniendo en cuenta que era incuestionable que la compañía American Tobacco podía cumplir con su obligación, este ingreso anual por arrendamiento equivalía a los intereses de una inversión de primer orden. Por eso, este valor era mucho mayor que diez veces las ganancias. Y eso significaba que el valor de mercado de las emisiones de acciones de la Tobacco Products, en diciembre de 1931, estaba bastante lejos de lo que debería ser con respecto a su posición en aquellos momentos en la compañía. (El valor del derecho de arrendamiento fue calculado, de hecho, en unos 35.600.000 dólares de acuerdo con su coste amortizado. La empresa también poseía una gran cantidad de acciones de la United Cigar

Stores, que más adelante se demostraría que no tenían prácticamente ningún valor, pero dichas posesiones complementarias no se desviaban, por supuesto, del valor de su arrendamiento a la American Tobacco.)

Importancia comparativa de situaciones semejantes. El ámbito de estudio que representan los ejemplos anteriores no es importante desde el punto de vista cuantitativo porque, a pesar de todo, solo un pequeño porcentaje de las compañías estudiadas formarían parte de este grupo. Sin embargo, surgen situaciones de este tipo con la suficiente frecuencia como para otorgarle a este tema un valor práctico. También sería útil ilustrar de nuevo la diferencia técnica que existe entre el enfoque crítico del análisis financiero y las superficiales reacciones y valoraciones del mercado de valores.

Dos líneas de actuación recomendadas. Cuando se hace evidente que ciertas condiciones, como las que hemos tratado, tienden a generar infravaloraciones en el mercado, se recomiendan dos líneas de actuación. Primero tenemos una oportunidad para que el analista financiero detecte estas infravaloraciones y las aproveche. Pero también hay indicios de que el sistema financiero que causa esta tasación menor sea erróneo y los intereses de los accionistas requieran que se corrija dicho error. El solo hecho de que una compañía como la Northern Pipe Line o la Lackawanna Securities tienda a vender en el mercado muy por debajo de su verdadero valor, prueba, de manera contundente, que todo el mecanismo es erróneo desde el punto de vista de los propietarios del negocio.

En el fondo de estos casos subyace un principio básico de coherencia. Es incoherente que la mayor parte del capital de una empresa de oleoductos sea empleada en bonos de máxima garantía. Todo el plan financiero de Lackawanna Securities era también incoherente porque reemplazaba una emisión de bonos presumiblemente de primer orden, que los inversores podrían estar dispuestos a comprar a un precio razonable, por una inclasificable emisión de acciones que nadie compraría a menos que fuera a precio bajo. (Además, comportaba el innecesario gravamen de un impuesto sobre sociedades, como ocurría en el caso de la Tobacco Products.)

Las disposiciones ilógicas de este tipo deberían ser identificadas por las partes verdaderamente interesadas, por ejemplo los accionistas, que deberían insistir para que se rectifiquen. Esto es lo que finalmente se hizo en los tres ejemplos que hemos dado. En el caso de la Northern Pipe Line el capital que no era necesario para el negocio del oleoducto se devolvió a los accionistas mediante distribuciones a las ^que se añadieron 70 dólares por acción. La compañía Lackawanna Securities se disolvió por completo y los bonos de tesorería de Glen Alden se prorratearon a los accionistas en

lugar de sus acciones. Finalmente, la Tobacco Products Corporation se recapitalizó de forma que el 6 ½ % de los bonos se emitieron contra el arrendamiento a la American Tobacco, de manera que este activo de valor fijo quedó representado por un producto financiero de valor fijo (que más adelante fue cancelado a la par), en lugar de por acciones de una corporación sujeta a importantes influencias especulativas. Por medio de estas nuevas disposiciones de bonos corporativos los valores reales se introdujeron rápidamente en el precio de mercado.^{411 412}

Las situaciones que acabamos de analizar requieren que dejemos de prestar atención a las cifras de la cuenta de resultados para fijarnos en ciertos aspectos que están relacionados y se dejan traslucir en el balance. Por lo tanto, el tema expuesto de las fuentes de beneficios nos conduce a nuestra siguiente área de investigación: el balance de situación.

411 El lector queda invitado a ver dos ejemplos más de 1929 que ilustran este aspecto y son:

1. La compañía Westmoreland Coal vendía a 8 aunque tenía unos 18 dólares por acción solo en activos disponibles. Este caso es similar al ejemplo de Davis Coal and Coke, aunque con algunas diferencias. Véase la exposición sobre esta empresa en el capítulo 44.
2. American Cigarette and Cigar. En este caso había también un arrendamiento a largo plazo a la American Tobacco Company (como en el ejemplo de la empresa Tobacco Products), pero la situación se complicó con las operaciones de la propia empresa, que ocasionaron pérdidas, y por la posesión de otros activos.

También merece atención la explicación sobre la compañía Lehigh Coal and Navigation del capítulo 33, en donde sugerimos que las pérdidas de las minas eran probablemente inseparables de la elevada cantidad pagada por un arrendamiento de ferrocarril.

Sexta parte

Análisis del balance de situación. Implicaciones de los valores de activo

Introducción a la sexta parte, por Bruce Greenwald

Descomponiendo el balance general

El valor imperecedero de *Security Analysis* se basa en ciertas ideas críticas desarrolladas por Graham y Dodd que eran en aquel entonces, y siguen siéndolo, fundamentales para cualquier estrategia de inversión bien concebida. La primera de ellas es la distinción entre «inversión» y «especulación» según la definieron Graham y Dodd:

Una operación de inversión es la que, después de un análisis exhaustivo, promete una seguridad del capital y un rendimiento satisfactoria. Las operaciones que no cumplen con estos requerimientos son especulativas (capítulo 4).

Las partes críticas de esta definición son «análisis exhaustivo» y «seguridad del capital y un rendimiento satisfactorio». Nada ha cambiado con referencia a estos requisitos desde 1934.

Una segunda idea relacionada es la que se centra en el valor intrínseco de un valor. Es, de acuerdo con Graham y Dodd,

El valor que se justifica por los datos, es decir, los activos, beneficios, dividendos, perspectivas claras, en contraste, pongamos por ejemplo, con las cotizaciones del mercado establecidas mediante una manipulación artificial o distorsionada por debido a excesos psicológicos (capítulo 1).

En un mundo ideal, el valor intrínseco sería el valor real de un título; en el lenguaje de hoy en día, sería el valor descontado actual de los *cashflows* futuros que se espera que genere. Si estos *cash flows* esperados y una tasa de descuento adecuada pudieran calcularse perfectamente a partir de los datos disponibles, el valor intrínseco y el real serían iguales. Sin embargo, Graham y Dodd reconocieron que esto nunca era posible, «los datos

insuficientes o incorrectos y [las] incertidumbres del futuro» significaban que el valor intrínseco siempre sería «un concepto difícil de aprehender».

No obstante, la investigación exhaustiva del valor intrínseco era, desde este punto de vista, fundamental en cualquier proceso de inversión digno de llamarse así. Servía en primer lugar para organizar el examen y uso de la información disponible, asegurándose de que se centraba la atención en los hechos relevantes y se ignoraba aquellos irrelevantes. En segundo lugar, eso conllevaría un reconocimiento de la serie de incertidumbres asociadas con cualquier cálculo del valor intrínseco en particular. Graham y Dodd reconocieron que incluso un valor intrínseco muy imperfecto podía ser útil a la hora de tomar decisiones sobre inversión. Según sus propias palabras,

Tan solo precisa establecer que el valor es adecuado -es decir, proteger un bono o justificar una compra de acciones— o que el valor es considerablemente más alto o más bajo que el precio de mercado [...] [y] el grado de imprecisión se puede expresar mediante un muy hipotético «rango de valores aproximados» que se podría ampliar a medida que el grado de incertidumbre aumente (capítulo 1).

La adquisición de valores debería hacerse entonces solo a unos precios lo suficientemente por debajo del valor intrínseco como para proporcionar un margen de seguridad que ofreciera una protección adecuada contra esta «poca definición» en el valor intrínseco calculado. En definitiva, lo que Graham y Dodd señalaban era que un inversor, a diferencia de un especulador, debería conocer lo mejor posible el valor de cualquier título adquirido así como el grado de incertidumbre que acompaña a ese valor. Una inversión debería hacerse solamente a un precio que proporcionara un margen de seguridad suficiente como para compensar la incertidumbre que implicase. Como una fórmula para obtener «protección del principal y un rendimiento satisfactorio», este planteamiento ofrece unas ventajas obvias sobre prácticamente cualquier alternativa imaginable.

La lógica convincente de estos fundamentos es una de las razones de la importancia aún vigente de *Security Analysis*. Sin embargo, el libro ofrece también una hoja de ruta detallada de lo que es un «análisis meticuloso», lo que resulta ejemplar por lo completo que resulta.

Por lo que respecta a las inversiones en acciones ordinarias, Graham y Dodd examinan los papeles de las perspectivas actuales y futuras (con un punto de vista apropiadamente escéptico de estas últimas). Tienen en cuenta las implicaciones de los análisis cuantitativos de los estados

financieros y las apreciaciones cualitativas de los factores cuantificables con menos facilidad, como por ejemplo la dirección. En el área clave del análisis cuantitativo, analizan exhaustivamente todos los estados financieros, sobre todo el balance de situación de una empresa.

En este aspecto estaban en desacuerdo con sus contemporáneos. A la hora de describir esas prácticas, Graham y Dodd observaron que:

Hallaremos poca cosa más allá del concepto un tanto indefinido de que «una buena acción es una buena inversión». Las acciones «buenas» son, o bien las de (1) empresas líder con un historial satisfactorio [...] o bien (2) cualquier empresa bien financiada que se crea con perspectivas especialmente atractivas de ganancias futuras [...]. El análisis de balances se considera totalmente fuera de lugar. El promedio [histórico] de ganancias tiene poca importancia cuando hay una tendencia pronunciada. El llamado ratio precio-ganancias se aplica de distintas formas, a veces al pasado, a veces al presente y a veces al futuro inmediato (Introducción a la segunda edición).

Dicha descripción podría haberse escrito hoy en día. Las llamadas relaciones entre precio y beneficio continúan dominando los debates sobre valoraciones. Se aplican incluso «de forma más diversa» que en el pasado, ya que ahora incluyen la relación entre el precio de una acción y sus beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT) y/o más perniciosamente la relación del precio de una acción y sus beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA). Los balances de situación están de nuevo «completamente fuera de lugar». Hoy en día, como en 1934, un análisis «meticuloso» del valor intrínseco que englobe toda la información relevante sigue siendo la excepción más que la regla.

Con respecto al balance de situación, Graham y Dodd describen cuatro áreas de utilidad fundamentales. En primer lugar, el balance de situación identifica la cantidad y la naturaleza de los recursos invertidos en un negocio. Para una empresa económicamente viable, estos recursos son la base de sus rendimientos. En un entorno competitivo, una empresa sin recursos no puede, generalmente, pretender ganar ningún beneficio significativo. Si una empresa no es económicamente viable, el balance de situación puede utilizarse entonces para identificar los recursos que pueden recuperarse en una liquidación y cuánto efectivo pueden producir dichos recursos.

En segundo lugar, los recursos de un balance de situación proporcionan una base para analizar la naturaleza y estabilidad de las fuentes de

ingresos. Tal y como Graham y Dodd observaron:

Por supuesto, que hay ciertos supuestos a favor de las compras hechas muy por debajo del valor del activo bien y en contra de las que se hacen con una prima alta. (...) Un negocio que vende a un precio muy alto lo hace porque gana un importante rédito sobre su capital; este importante rédito atrae a la competencia y no es probable que continúe indefinidamente. A la inversa ocurre en el caso en donde una empresa que se vende muy por debajo porque tiene unos beneficios anormalmente bajos. La ausencia de competencia, la retirada de la anterior competencia del sector y otras fuerzas económicas naturales tenderán a mejorar la situación y a restaurar la tasa normal de beneficio sobre la inversión (capítulo 42).

Aquí, ambos autores consideran que las ganancias por acciones que están muy por encima del coste de la inversión de una empresa serán sostenibles solo bajo circunstancias especiales. Por consiguiente, los cálculos de ganancias serán más realistas y precisos si están respaldados por valores de activo neto adecuados. Las ganancias que carecen de este respaldo serán probablemente de corta duración y, por lo tanto, de menor valor que aquellas protegidas por los rendimientos necesarios sobre las acciones existentes.

En tercer lugar, la parte del pasivo del balance de situación, que identifica las fuentes de financiación, describe la situación financiera de la empresa. Un elevado nivel de deuda a corto plazo (o una deuda a largo plazo que vence en un futuro próximo) indica una posibilidad de dificultades financieras. Bajo estas circunstancias, incluso un ligero problema con los beneficios puede llevar a una pérdida permanente significativa en el valor del negocio.

En cuarto lugar, la evolución del balance de situación a lo largo del tiempo permite verificar la calidad de las ganancias. Hoy en día, esto está cubierto, en principio, por la declaración de *cashflows* que debería conciliar los flujos de ingresos y gastos con los cambios en la situación financiera general. Sin embargo, sigue siendo cierto, tal y como Graham y Dodd observaron, que:

La forma del balance está más estandarizada que la de la cuenta de explotación [o la declaración de *cash flows* (flujos de caja)] y no se ofrece tan frecuentemente como blanco de las críticas (capítulo 3).

Un balance de situación es como una instantánea del activo y pasivo de una empresa en un momento determinado. Se puede verificar su precisión y valor en ese momento, lo que establece limitaciones significativas sobre el grado en el que se pueden manipular el activo y el pasivo. A diferencia de ello, las variables de flujo, tales como los ingresos y las ganancias, miden los cambios a lo largo del tiempo que, dada su naturaleza, son fugaces. Si deben controlarse, deben controlarse a lo largo de un período de tiempo prolongado. En 1934, y hoy en día, esta diferencia fundamental explica la mayor fiabilidad (en teoría) de las cifras del balance de situación. Desde luego, tal y como trataremos más adelante, mientras que el mercado de valores estaba celebrando el crecimiento de las ganancias de WorldCom a finales de la década de los años noventa, ya se empezaban a ver signos de tensión financiera en el balance de situación, tensiones que con el tiempo provocarían una de las mayores quiebras de la historia tal y como midió el valor nominal de las deudas de la empresa.

Análisis meticuloso

La especial importancia que Graham y Dodd asignaron a las valoraciones del balance de situación sigue siendo una de sus aportaciones más importantes a la idea de lo que constituye un análisis «meticuloso» del valor intrínseco. Sin embargo, lamentablemente, es también una de sus aportaciones que con mayor frecuencia se pasan por alto fuera de la pequeña comunidad de inversores de valor.

Para conocer cuál es la razón por la que el balance de situación se ignora a menudo, hay que retroceder a los tiempos de la publicación de *Security Analysis*. En aquel entonces, la economía y los negocios estaban funcionando bajo condiciones enormemente deprimidas. Como resultado de ello, Graham y Dodd recurrieron a los balances de situación para determinar los valores de liquidación o, en sustitución de ellos, el activo circulante sin el pasivo. La lógica era convincente y conservadora. Si una empresa podía comprarse a un precio muy por debajo de su valor de liquidación, entonces es que parecía claramente una ganga. Las ganancias podían mejorar debido a una mejora en el entorno del sector de una empresa (la competencia disminuye o la demanda se recupera) o a una mejor gestión. Si la mejora de las ganancias producía un valor de mercado superior al valor de liquidación, todo estaba bien. Por otra parte, si tales desarrollos positivos de las ganancias no se materializaban y si esto ocurría antes de que se viera perjudicado de forma significativa el valor de liquidación de la empresa, entonces es que la empresa podría entrar en liquidación y lo recaudado se distribuiría entre sus accionistas. En cualquiera de los casos, los accionistas que compraban por debajo del

valor de liquidación ganarían un «rendimiento satisfactorio» por su inversión.

El único riesgo, del que eran bien conscientes Graham y Dodd, era que la dirección continuaría haciendo funcionar la empresa sin rentabilidad y, en el proceso, dilapidaría el valor de los activos. Por consiguiente, ellos propugnaron su propia versión de activismo de los accionistas como un complemento necesario para este tipo de inversión. Tal y como ellos escribieron:

La elección de una acción ordinaria es un acto único, su propiedad es un proceso continuo. Hay que ser igualmente cauteloso y emplear el sentido común tanto al ser accionista como para *llegar a serlo*. Es algo notorio que el típico accionista típico norteamericano estadounidense es el más dócil e indiferente animal en cautividad (capítulo 44).

De un modo general, este planteamiento era irrefutable y, en su tiempo, tuvo éxito al ponerlo en práctica.

Desde entonces, la práctica de comprar por debajo del valor de liquidación se ha ido debilitando debido a dos factores. En primer lugar, el rápido aumento de los tipos impositivos después de 1940 ha comportado que las estrategias como esta, que a menudo han implicado la obtención de ganancias a corto plazo en periodos relativamente cortos, han incurrido en elevados costes impositivos. En segundo lugar, y lo que es más importante, las oportunidades de comprar acciones a precios por debajo del valor de liquidación, que abundaban en la década de los años treinta, de hecho han desaparecido ante la prosperidad a largo plazo que ha seguido a esos años. Relativamente pocas empresas en los últimos tiempos se han convertido en algo económicamente no viable y, por lo tanto, en candidatos a entrar en liquidación. Esta realidad, se ha plasmado en el nivel general de precios de las acciones, con el resultado de que los muy apreciados «netos netos» de Graham y Dodd —esto es, las empresas que venden por debajo del valor de su activo circulante menos todo el pasivo— son poco comunes. Y, cuando los netos están disponibles, su segundo requisito —concretamente, que la dirección no dilapide esos activos a un ritmo rápido— casi nunca se cumple.

Sin embargo, las lecciones generales que llevaron a Graham y Dodd a centrarse en los balances de resultado de las empresas continúan aplicándose, con ciertas ampliaciones que coinciden en gran medida con el espíritu de su enfoque original. En primer lugar, se reconoce actualmente que, para empresas económicamente viables, los activos se agotan o se

vuelven obsoletos y deben ser repuestos. Por consiguiente, el valor de reposición —el menor coste posible de reproducir el activo neto de una empresa por parte de los competidores que se encuentran en la mejor posición para hacerlo— continúa cumpliendo el papel que Graham y Dodd reconocieron. Si los niveles de beneficio previstos para una empresa implican un rendimiento sobre el activo muy por encima del coste de capital, la competencia se sentirá atraída por ello. Eso, a su vez, reducirá los beneficios y con ellos el valor de la empresa. Por lo tanto, la capacidad de beneficio no respaldada por valores de activo neto —medidos como valores de reproducción— en ausencia de circunstancias especiales, siempre comportará riesgo de erosión debido a la competencia. Tanto la «seguridad del capital» como la promesa de «un rendimiento satisfactorio», por consiguiente, requieren que unos inversores «meticulosos» respalden sus previsiones de ganancias con una valoración minuciosa de los valores de reposición del activo de una empresa. Los inversores que hacen esto tendrán una cierta ventaja con respecto a aquellos que no lo hagan, y deberían superar a la larga a estos inversores menos meticulosos.

Lo que parece haber disuadido a Graham y Dodd de considerar el valor de reposición del activo fue la potencial dificultad de calcularlo. Se basaron en la riqueza de nueva información financiera puesta a disposición a través de la constitución de la Comisión de Vigilancia y Control del Mercado de Valores. Con los ordenadores de hoy en día, dicha información puede obtenerse y compendiarse casi instantáneamente. Más aún, los informes del sector y las publicaciones comerciales, muchos de ellos disponibles en línea, proporcionan una riqueza de información sobre los valores del activo neto que resultaría inconcebible para Graham y Dodd.

Por ejemplo, las estimaciones de costes de añadir a las reservas existentes de petróleo y gas están ampliamente disponibles, al menos para las empresas de Estados Unidos. También lo están las estimaciones de los depósitos recuperables. Como resultado de ello, los inversores pueden, hoy en día, calcular los valores de las participaciones de las empresas basadas en recursos con una precisión que era inalcanzable en los tiempos de los autores. Los equipos y la propiedad física también pueden valorarse con un mayor grado de precisión. Para los bienes inmuebles, los asesores con acceso a exhaustivos datos sobre transacciones pueden rápida y económicamente calcular el coste de comprar propiedades equiparables.

Para otras plantas y equipos, el hecho de consultar a los ingenieros y los expertos en el sector puede proporcionar dicha información. Utilizando estas fuentes, el coste de añadir la capacidad de fabricación de aluminio a las plantas existentes podría calcularse en aproximadamente

1.000 dólares por tonelada al año. La capacidad existente estaba disponible para soportar cualquier demanda previsible. Las ganancias de aquel momento de los fabricantes de aluminio llevaron a unas valoraciones del mercado que insinuaron que su capacidad existente valía por encima de los 1.000 dólares por tonelada al año. El resultado; una carrera para incorporar nueva capacidad para aprovecharse de la ventaja de las ganancias potenciales que se obtendrían en el negocio de la fabricación. Esta sobre expansión dio como resultado una caída de las ganancias y unos precios de las acciones menores. Dichas empresas demostraron ser unas inversiones poco satisfactorias. Se podía haber previsto este desarrollo únicamente a través de un análisis meticuloso del balance de situación.

Otra área de dificultad que Graham y Dodd reconocieron fue la valoración de los activos intangibles —carteras de productos, relaciones con los clientes, trabajadores formados, reconocimiento de la marca—, muchos de los cuales ni siquiera aparecen en el balance de situación de una empresa. Sin embargo, hoy en día, la información disponible a veces permite que se calculen con utilidad las partidas de estos balances de situación. Parte de esta información proviene de estados financieros. Por ejemplo, el coste de reproducir las carteras de productos, suponiendo que estas no estén protegidas por patentes, puede calcularse utilizando estudios históricos y datos sobre desarrollo tanto de la propia empresa como de otras de su sector.

Este análisis puede complementarse con información de expertos. Las iniciativas sobre inversión —tanto si son sobre nuevos productos, nuevas aperturas de tiendas o lanzamientos de marcas— casi siempre están basadas en planes comerciales detallados. Estos planes identifican los costes de dichas iniciativas con una precisión razonable y los beneficios de forma más imaginativa. Los inversores pueden utilizar estos datos para calcular el coste de obtener los activos intangibles. Los gestores del sector con experiencia considerable serán capaces de calcular dichos costes.

Y lo que es más importante, muchos activos intangibles se comercian justo como la propiedad real. Las franquicias de cable, las marcas de ropa, los descubrimientos de nuevos fármacos, las cadenas de tiendas, e incluso los sellos discográficos en la música los compran compradores sofisticados (normalmente empresas más grandes) a vendedores sofisticados (normalmente empresas más pequeñas). Los precios pagados en estas transacciones del mercado privado se determinan supuestamente teniendo en cuenta el coste alternativo del desarrollo interno. Por consiguiente, si una empresa como Liz Clairborne compra una marca que es similar a sus propias marcas internas por 50 céntimos el dólar de las ventas, supuestamente estará razonablemente cerca de (pero es más bajo) que el coste de reproducir sus propias marcas. Estos valores del mercado

privado los utilizan a menudo inversores sofisticados para poner precio a los activos intangibles.

Una vez que se completa un análisis meticuloso del valor del activo neto y de la escala de rendimiento, se producen tres situaciones posibles. La primera es cuando el valor del activo neto de una empresa es superior al valor de sus ganancias previsible. Eso indica que el activo no se está utilizando con todas sus ventajas por parte de la dirección. En ese caso, el factor crítico para los inversores de valor es la perspectiva de algún catalizador que altere el comportamiento o la identidad de la dirección de ese momento. Graham y Dodd eran conscientes de esto aunque no tenían conocimiento de la gama de intervenciones disponibles para los inversores activistas de hoy en día.

Una segunda posibilidad es que la capacidad de beneficio pueda ser superior al valor del activo neto de una empresa. Para mantener esos beneficios superiores, debe haber algunos factores económicos para proteger a la empresa de la competencia. Hoy en día, estos factores se denominan «nichos», franquicias, barreras de entrada, o ventajas competitivas. Cómo son y cómo se pueden valorar es una parte esencial del análisis moderno de la cuenta de resultados. Sin embargo, incluso en este caso en el que los valores del activo neto son menos relevantes, siguen proporcionando información útil acerca del valor que una empresa conservará si los factores se debilitan en el futuro.

El tercer caso es cuando la capacidad de beneficio y el valor del activo neto de una empresa son aproximadamente iguales. Esta es la circunstancia que se debería mantener bajo una dirección razonable y sin protecciones especiales con respecto a la competencia. Si las opiniones cualitativas respaldan dichas conclusiones, entonces el valor del activo neto proporciona una verificación crítica sobre la validez de los pronósticos de las ganancias. Una valoración detallada del activo contribuirá a proporcionar una imagen completa de lo que un inversor recibe por un valor y una ayuda para que este se asiente con confianza en un margen adecuado de seguridad.

Más allá de estos usos específicos de las valoraciones del activo en la práctica actual, hay una última área inevitable en la que deben utilizarse los valores del activo neto. Las empresas a menudo tienen algunos activos —sobre todo *cash* (efectivo)— que son innecesarios para el funcionamiento de sus negocios básicos. Dichos activos no contribuyen normalmente a las ganancias de explotación, pero pueden representar una parte importante del valor intrínseco de un título adquirido. El valor de estos activos se debe añadir a cualquier cálculo de valor basado en ganancias (tras la sustracción adecuada de sus ingresos por intereses para

no contabilizarlo dos veces). Llevar a cabo una valoración exhaustiva de los activos garantiza que no sean olvidados.

WorldCom: Un estudio de caso

Los estados financieros de WorldCom, el gigante de las telecomunicaciones cuya declaración de quiebra en verano de 2002 fue la mayor acaecida hasta el momento, ilustra la utilidad de un análisis del balance de situación para seguir la trayectoria de la situación financiera de las empresas. Sin duda, cualquiera que hubiera estado estudiando el balance de situación unos pocos años antes de la quiebra habría sospechado que la empresa no iba a acabar bien. Por ejemplo, a mediados de 1999, WorldCom poseía un valor de mercado de acciones de 125.000 millones de dólares. Esto podía compararse con un valor contable a finales de 1999 de 51.200 millones de dólares, que se habían obtenido casi por completo de emitir acciones para adquisiciones, en particular 12.000 millones de dólares para MFS Communications en 1996 y 30.000 millones de dólares para MCI en 1997. Las ganancias acumuladas a lo largo de los quince años de historia de la empresa eran insignificantes, de modo que más del 85% del valor contable era fondo de comercio y el resto intangibles. La relación entre el valor de mercado y el patrimonio neto tangible era superior a 15. Dichas relaciones varían dependiendo del sector, pero, en este caso, 15 es terriblemente alto.

¿Cómo eran de valiosos esos intangibles? Desde luego, no valían tanto como dijo la empresa porque no incluían ni patentes significativas ni tecnologías de proceso desarrolladas. Y lo más importante, el negocio de WorldCom se caracterizaba por las altas tasas de movimiento de clientes y la enérgica competencia de precios para sus servicios de telecomunicaciones y transmisión de datos. Tampoco parecía haber grandes barreras de entrada que podrían haber soportado un valor de mercado significativamente superior al valor de reproducción, o lo que costaría reproducir la red. Los mercados de WorldCom se caracterizaban por tener muchos nuevos participantes (incluyendo aquellas empresas adquiridas por WorldCom) y una expansión enérgica por parte de competidores existentes poderosos como AT&T. En todo caso, en la medida en que las economías de escala eran relevantes, WorldCom habría estado operando con una desventaja competitiva significativa con respecto a su mayor competidor, AT&T.

Sin embargo, lo que es más sorprendente es que el valor de mercado inverosímil que se adjudicó a los activos de WorldCom es la historia detallada de la evolución de su balance de situación. Desde finales de 1999 a finales del 2000, la propiedad neta, la planta y los equipos se

incrementaron en un 27%, o aproximadamente 8.000 millones de dólares. A diferencia de ello, los ingresos aumentaron solo un 8%. Eso planteó la pregunta: ¿por qué se estaba llevando a cabo un programa de inversión tan agresivo en la empresa? De hecho, las cifras de las inversiones resultaron haber sido infladas de manera fraudulenta, anotando los gastos de explotación como inversiones. Sin embargo, incluso si no hubieran sido fraudulentas, la agresiva aceleración del crecimiento de la propiedad, planta y equipos (a partir de aproximadamente 5.000 millones de dólares en adelante en 1999) en medio de la desaceleración del crecimiento de los ingresos debería haber planteado preguntas acerca del buen juicio de la dirección. La probabilidad de un mal resultado por esta actitud despreocupada hacia la sobre expansión debería haber sido obvia.

A lo largo del curso del 2001, estas consecuencias se hicieron claramente evidentes. Durante el 2001, la deuda a corto plazo de WorldCom desapareció casi por completo a medida que el pasivo de la deuda de ese momento cayó de 7.200 millones a 172 millones de dólares. En marcado contraste, la deuda a largo plazo ascendió aproximadamente a 12.500 millones de dólares. De hecho, se incrementó en aproximadamente 14.000 millones de dólares ya que un análisis de las notas al pie del balance de situación indicó que más de 1.000 millones de dólares de deuda adicional a largo plazo habían desaparecido mediante el recurso contable de desconsolidar la filial responsable de esa deuda. El hecho de que, en una situación en la que los ingresos estaban disminuyendo, WorldCom considerara que necesitaba 7.000 millones de dólares adicionales para la financiación de la deuda —todo ello a largo plazo— debería haber hecho saltar la alarma a cualquier inversor que se hubiera molestado en mirar el balance de situación.

¿Qué ocurrió? En el 2000, la dirección de WorldCom perdió el control de sus finanzas, haciendo en el mejor de los casos una apuesta enormemente arriesgada sobre el crecimiento futuro de los ingresos y, en el peor, un esfuerzo calculado por ocultar los márgenes de explotación que empeoraban capitalizando los gastos. En el año 2001, WorldCom se peleó por una financiación a largo plazo, por la que la empresa esperaba dar a la dirección muchos años para resolver los problemas. No había realmente ninguna elección, ya que intentar vender participaciones en medio de la caída del precio de las acciones habría enviado una señal desastrosa al mercado. El primer vehículo que WorldCom utilizó fue una venta de la deuda de 11.900 millones de dólares al público, en mayo de 2001, avalada por instituciones financieras que justificaban la emisión en términos de ganancias y *cashflow* futuros.

Si estas instituciones y sus clientes hubieran seguido los consejos de Graham acerca de mirar detenidamente el balance de situación de

WorldCom, se lo habrían pensado dos veces. Puede que no hubieran previsto completamente el fraude y la quiebra posterior de WorldCom, pero habrían visto lo suficiente como para evitar tanto sus acciones como sus bonos como inversiones con poca probabilidad de proporcionar o bien protección del principal o una promesa de un rendimiento satisfactorio.

Capítulo 42

Análisis del balance. Importancia del valor contable

En numerosas ocasiones, antes de llegar a este punto, hemos expresado nuestra convicción de que el balance merece que se le preste más atención de la que Wall Street le ha estado concediendo durante muchos años. A manera de introducción de esta parte de nuestro trabajo, enumeraremos los cinco puntos y orientaciones que el inversor puede encontrar en el estudio de un balance:

1. El balance muestra la cantidad de capital invertido en la empresa.
2. Revela el desahogo o la estrechez de las condiciones financieras de la empresa, es decir, la posición del capital circulante.
3. Contiene los detalles de la estructura de capitalización.
4. Permite una comprobación de la validez de los beneficios declarados.
5. Proporciona la base para el análisis de las fuentes de ingresos.

Por lo que respecta a la primera de estas funciones del balance, comenzaremos definiendo varios conceptos. El valor contable de una acción es el valor de los activos que se le aplica según se muestra en el balance. Es habitual que se restrinja este valor a los activos tangibles, es decir, que se eliminen del cálculo partidas como el fondo de inversión, las marcas registradas, patentes, franquicias o derechos de arrendamiento. El valor contable también se denomina «valor del activo», y a veces «valor del activo tangible», para dejar claro que los intangibles no están incluidos. En el caso de las acciones ordinarias, también se denomina con frecuencia «capital escriturado».

Cómputo del valor contable. El *valor contable por acción* de una acción ordinaria se obtiene sumando todos los activos tangibles, restándoles todos los pasivos y emisiones de acciones posteriores a las ordinarias y después dividiéndolo entre el número de acciones.

En muchos casos, la siguiente fórmula facilitará la respuesta hacia un camino más corto:

Valor contable por acción ordinaria

$$= \frac{\text{Acción ordinaria + partidas del superávit - intangibles}}{\text{Número de acciones en circulación}}$$

Por partidas del superávit entendemos no solo aquellas señaladas como superávit sino también las primas de capital social y reservas semejantes que pertenecen al superávit. Esto incluye, por ejemplo, reservas para la retirada de preferentes, para mejoras de instalaciones y para imprevistos (a menos que se sepa que serán necesarias). Las reservas de este tipo se llaman también «reservas voluntarias».

**Cálculo del valor contable de las ordinarias de la United States Steel,
a 31 de diciembre de 1938, Balance resumido a 31 de diciembre de 1938
(en millones)**

Activo		Pasivo	
1. Cuenta de inversión en bienes inmuebles		7. Acciones ordinarias	653 \$
(menos amortización	1.166 \$	8. Acciones preferentes	360
2. Derechos de extracción	9	9. Acciones de subsidiarias en	
3. Cargos diferidos*	4	posesión del público	5
4. Inversiones diversas	19	10. Deuda garantizada por bonos ...	232
5. Otros activos diversos.....	3	11. Pagarés por derechos de	
6. Activo circulante	510	extracción.....	12
		12. Pasivo corriente	79
		13. Imprevistos y otras reservas	39
		14. Reserva actuarial.....	46
		15. Excedente de capital.....	38
		16. Beneficios acumulados	247
	1.711 \$		1.711 \$

Activos tangibles	1.711.000.000 \$
Menos: Todos los pasivos posteriores a las ordinarias	
(Suma de las partidas 8-12).....	688.000.000
Activo neto De acciones ordinarias	1.023.000.000 \$
Valor contable por acción (sobre 8.700.000 acciones)	117,59 \$

* Se puede argumentar de diversas maneras si los cargos diferidos son tangibles o intangibles, pero, dado que la cantidad comprometida es casi siempre pequeña, esta cuestión no tiene importancia práctica. Es más conveniente incluir los cargos diferidos con otros activos.

Un método alternativo de cálculo que es habitual mente más corto que el anterior es el siguiente:

Acciones ordinarias.....	653.000.000 \$
Superávit y reservas voluntarias (Suma de las partidas 13-16).....	370.000.000
Activo neto de acciones ordinarias.....	<u>1.023.000.000 \$</u>

Tratamiento de las acciones preferentes al calcular el valor contable de las ordinarias. Al calcular los activos disponibles para las acciones ordinarias, hay que asegurarse de restar las acciones preferentes con su valor correcto. Normalmente este se corresponderá con la paridad o con el valor indicado de las preferentes tal y como aparece en el balance. Sin embargo, hay un creciente número de casos en los que este valor se lleva al balance con valores arbitrarios bastante más bajos que el pasivo real que les corresponde.

La compañía Island Creek Coal tiene acciones preferentes a 1 dólar a la par, lo que da derecho a unos dividendos anuales de 6 dólares y a 120 dólares por acción en caso de disolución. En 1939 el precio que regía esta emisión era de unos 120. Al calcular el valor del activo de las ordinarias de Island Greek Coal, las acciones preferentes deben deducirse no a 1 dólar por acción sino a 100 dólares, que es su «verdadera» o «efectiva» paridad, o si no a 120. La empresa Capital Administration, Ltd., una empresa de inversión, tiene en circulación acciones preferentes que dan derecho a 3 dólares de dividendos acumulativos y a 50 o 55 dólares en liquidación, pero su valor nominal es de 10 dólares. También posee acciones de clase A que dan derecho a 20 dólares en liquidación, más un 70% de activos remanentes, y al 70% de los beneficios pagados después de los dividendos preferentes, pero el valor a la par de esta emisión es de 1 dólar. Por último, tiene acciones de clase B, de un céntimo a la par que dan derecho al resto de los beneficios y activos. Obviamente, un balance basado en el valor nominal es, en este caso, un sin sentido, y el analista tiene que corregirlo así:

TABLA 42.1
Balance, a 31 de diciembre de 1938

Publicado		Revisado
Total activos (al coste)	5.335.300 \$	(de mercado) 5.862.500 \$
Devengos y pagaderos	1.661.200	1.661.200
Acciones preferentes (a la par 10\$)	434.000	(a 55*) 2.387.000
Acción clase A (1\$ a la par)	143.400	(a 20*) 2.868.000
Acción ordinaria (1 céntimo a la par)	2.400	1.043.600 (d)
Reservas y superávit	3.094.300	
Total pasivos	5.335.300 \$	5.862.600 \$

* Esto acerca los valores nominales efectivos de las emisiones.

La compañía Coca-Cola tiene en circulación acciones de clase A sin valor nominal con derecho a dividendos preferente de 3 dólares por acción, acumulativos, y rescatables a 55. La empresa imputa esta partida como un pasivo en su «valor declarado» de 5 dólares por acción. Sin embargo, el verdadero valor nominal es claramente de 50 dólares.¹

En todos los casos, como el expuesto en la tabla, debe establecerse un «valor nominal efectivo» para las acciones preferentes que se corresponderá realmente con su tasa de dividendos. Se pone de manifiesto un argumento de peso a favor de la valoración de todas las acciones preferentes sobre la base de un dividendo uniforme, digamos un 5%, salvo que sea amortizable a una cifra inferior. Esto significaría que una emisión de 1.000.000 de dólares al 5% sería valorada a 1.000.000 de dólares, que a una emisión de 1.000.000 de dólares al 4% se le daría un valor efectivo de 1.400.000 dólares. Sin embargo, es más adecuado, por supuesto, usar el valor a la par, de manera que en muchos casos el resultado será lo suficientemente preciso.^{413 414} Un método más simple, muy adecuado para

⁴¹³ Es bastante curioso que en 1929 la empresa imputara como un activo las 194.000 acciones recompradas de clase A a su coste de 9.434.000, aunque la emisión entera de 1.000.000 de acciones aparecía como un pasivo de solo 5.000.000. Para una contabilidad igualmente absurda aplicada a las acciones ordinarias, véase el balance de Hecher Products de junio de 1939, en el que el pasivo neto declarado por su capital social está calculado como una cifra *negativa*.

⁴¹⁴ La empresa Standard Statistics, Inc. sigue la práctica de deducir, en *caso de liquidación involuntaria*, las acciones preferentes a su valor cuando se calcula el valor contable de las ordinarias. Esto no tiene mucha lógica, ya que la disolución o liquidación es casi siempre una contingencia remota y se da en condiciones bastante diferentes de las que existen cuando se hace el análisis. El método de Standard Statistics tiene como resultado que se da un «valor» de 115 dólares por acción de las acciones de segunda preferencia a 5 dólares de la empresa Procter and Gamble y un valor de solo 100 dólares de las preferentes de primera preferencia a 8 dólares de esta misma empresa. El valor real o práctico de los derechos de los accionistas en este caso estarían mucho más próximos a 160 en las acciones de primera

distintos cometidos, es valorar las emisiones preferentes a la par (además los dividendos de ejercicios anteriores) o al precio de mercado, el que sea más alto.

Cálculo del valor contable de acciones preferentes. Al calcular el valor contable de una emisión de acciones preferente, este se trata como acciones ordinarias, y las emisiones subordinadas no se consideran. Los siguientes cálculos del balance, a 31 de diciembre de 1932, de Tubize Chantillón Corporation ilustrarán estos principios contables.

Balance de situación de Tubize Chatillon Corporation, 31 de diciembre de 1932

Activo	Pasivo
Bienes y equipo..... 19.009.000 \$	7% Primeras acciones preferentes
Patentes, procesamientos, etc..... 802.000	(100\$ a la par)..... 2.500.000 \$
Activos diversos 478.000	Segundas acciones preferentes 7\$
Activo circulante..... 4.258.000	(1\$ a la par)..... 136.000
	Acciones ordinarias (1\$ a la par 294.000
	Deuda garantizada por bonos... 2.000.000
	Pasivo corriente 613.000
	Reserva de amortización, etc.... 11.456.000
	Superávit 7.548.000
Total activo <u>24.547.000 \$</u>	Total pasivo <u>24.547.000 \$</u>

El valor contable de las primeras acciones preferentes se computa así:

Total activo	24.547.000 \$
Menos: Activos intangibles	802.000
Reserva para amortización, etc.....	11.456.000
Bonos	2.000.000
Pasivo corriente	<u>613.000</u>
	<u>14.871.000</u>
Activos netos de las preferentes de primera preferencia.....	9.676.000 \$
Valor contable por acción	387 \$

Método alternativo:

Capital social a la par	2.930.000 \$
Superávit	<u>7.548.000</u>
	10.478.000 \$
Menos activos intangibles.....	<u>802.000</u>
Activos netos de acciones de primera preferencia	9.676.000 \$

preferencia y a 100 las de segunda preferencia, ambas con un rentabilidad del 5%. En el caso de las emisiones de la empresa de inversiones, los valores de liquidación son más relevantes y deben usarse de forma general.

La reserva para amortización y propósitos diversos era muy elevada y podría incluir fondos arbitrarios que pertenecían al superávit. Pero, si no se dispone de más datos, una reserva de este tipo debe deducirse del activo. (Posteriormente, una parte sustancial de esta reserva se necesitó para absorber los gastos de una planta abandonada por obsolescencia.)

El valor contable de las segundas acciones preferentes se calcula fácilmente del anterior método, así:

Activos netos para primeras acciones preferentes	9.676.000 \$
Menos: primeras acciones preferentes a la par	<u>2.500.000</u>
Activos netos de segundas acciones preferentes	7.176.000 \$
Valor contable a la par.....	52,75 \$

Al calcular el valor contable de las ordinarias habría un error evidente al deducir las segundas acciones preferentes a su poco representativo valor nominal de 1 dólar. El «valor a la par efectivo» que debe tomarse no debe ser menos que 100 dólares por acción, a la vista de los 7 dólares de dividendos. De ahí que no queden activos para las acciones ordinarias y que su valor contable sea cero.

El valor del activo circulante y el valor del activo disponible. Además del conocido concepto de valor contable, queremos proponer otros dos conceptos de naturaleza semejante: el valor del activo circulante y el valor del activo disponible.

El valor del activo circulante de una acción consiste en los activos circulantes menos todos los pasivos y créditos después de la emisión.⁴¹⁵ Esto excluye no solo los activos intangibles sino también a los activos fijos y otros activos.

El valor del activo disponible de una acción consiste en los activos disponibles menos todos los pasivos y créditos después de la emisión. Los activos circulantes, aparte del efectivo en sí mismo, se definen como aquellos que son directamente equivalentes y que se cogen en lugar del efectivo. Entre ellos cabe destacar los certificados de depósito, préstamos a muy corto plazo, títulos negociables en el mercado de valores y valor de rescate de pólizas de seguro.

El siguiente es un ejemplo del cálculo de las tres categorías del valor de activo:

⁴¹⁵ Los activos disponibles por acción ordinaria se calculan a veces sin deducir ningún pasivo. En nuestra opinión, esto es práctico cuando los otros activos circulantes sobrepasan todos los pasivos posteriores a las ordinarias.

Balance a 29 de junio de 1929 de la empresa Otis (productos de algodón)

Activo		Pasivo	
1. Efectivo.....	532.000 \$	8. Cuentas por pagar	79.000 \$
2. Préstamos a corto plazo	1.200.000	9. Partidas devengadas	291.000
3. Cuentas por cobrar		10. Reserva para equipos, etc ..	210.000
(menos reserva)	1.090.000	11. Acciones preferentes	400.000
4. Existencias (menos reserva		12. Acciones ordinarias	4.079.000
de 425.000)*	1.648.000	13. Superávit ganado	1.944.000
5. Prepagados	108.000	14. Superávit pagado	1.154.000
6. Inversiones	15.000		
7. Instalación (menos			
depreciación)	<u>3.564.000</u>		
	<u>8.157.000 \$</u>		<u>8.157.000 \$</u>

*Las existencias antes de reservas están valoradas al coste o a precio de mercado, el que sea más bajo.

A. Cálculo del valor contable de las ordinarias:

Total activo.....	8.157.000 \$
Menos: por pagar	79.000 \$
Partidas devengadas	291.000
Acciones preferentes	400.000
	<u>770.000</u>
	7.387.000 \$

Suma de reserva voluntaria de 425.000\$

restado a las existencias	<u>425.000</u>
Activos netos de acciones ordinarias.....	7.812,000 \$
Valor contable por acción (sobre 40.790 acciones).....	191 \$

B. Cálculo del valor del activo circulante de las acciones ordinarias:

Total activo circulante (partidas 1,2,3 y 4)	4.470.000 \$
Suma de la reserva voluntaria a cuenta de las existencias ...	<u>425.000</u>
	4.895.000 \$
Menos pasivos posteriores a las ordinarias	
(partidas 8, 9 y 11).....	<u>770.000</u>
Activo circulante disponibles para ordinarias.....	4.125.000 \$
Valor del activo circulante por acción.....	101 \$

C. Cálculo del valor del activo circulante de las acciones ordinarias:

Total de activos disponibles (partidas 1 y 2).....	1.732.000 \$
Menos pasivos posteriores a las ordinarias	
(partidas 8, 9 y 11)	<u>770.000</u>
Activos disponibles para ordinarias.....	962.000 \$
Valor de activo disponible.....	23,50 \$

En estos cálculos podemos observar que las existencias aumentan al restituir en el balance la reserva de 425.000 dólares. Esto es así porque la deducción realizada por la empresa es claramente una reserva para un caso, que no ha ocurrido todavía, de disminución imprevista del valor. Puesto que esto es totalmente arbitrario o involuntario, por coherencia con el método aplicado, el analista deberá considerarlo como una partida de excedente. Lo mismo ocurre con los 210.000 dólares de «reserva para equipos y otros gastos» que, por cuanto podemos ver, no representan ni un pasivo real ni una deducción necesaria del valor de algún activo.

En junio de 1929, las ordinarias de la compañía Otis se vendían a 35. El lector observará que hay una gran diferencia entre este precio de mercado y el valor del activo circulante de las acciones. Su importancia requerirá, más adelante, nuestra atención.

Importancia práctica del valor contable. Anteriormente, el valor contable de una acción ordinaria era el elemento más importante de un estado financiero. Se consideraba que mostraba «el valor» de las acciones de la misma manera que el balance de un comerciante le indica el valor de su empresa. Sin embargo, esta concepción ha desaparecido casi por completo del horizonte financiero. El valor de los activos de una empresa, como se contabilizan en el balance, ha perdido prácticamente toda su importancia. Este cambio se debe, en primer lugar, al hecho de que el valor de los activos fijos, según declaran, suele no mantener una relación con el coste real; y, en segundo lugar, que incluso, en una mayor proporción de casos, estos valores no guardan relación con la cantidad a la que han sido vendidos o con la cantidad que se justificaría por los beneficios. La práctica de abultar el valor contable de un bien fijo cede terreno a la maniobra contraria de reducirlo a la nada con el fin de evitar los gastos de amortización, aunque ambos tienen la misma consecuencia: despojan a las cifras del valor contable de su sentido. Es curioso que los principales servicios de estadística, como antiguos supervivientes del pasado, todavía mantengan el viejo sistema de calcular el valor contable por acción ordinaria tomándolo de los muchos balances que publican.

Antes de que descartemos por completo esta concepción del valor contable consagrada por el tiempo, debemos preguntarnos si alguna vez esta ha tenido una importancia práctica para el analista financiero. En casos normales, probablemente no. Pero ¿qué ocurre con los casos extraordinarios o extremos? Observemos los cuatro estados financieros que se muestran a continuación como representativos de las relaciones extremas entre el valor contable y el precio de mercado.

Cualquier observador atento se impresionará al percatarse de las diferencias que muestran los ejemplos. En el caso de General Electric and

Commercial Solvents, las cifras ponen de manifiesto algo más que el simple hecho de que el mercado estaba valorando las acciones a un valor contable mucho más elevado. El teletipo de la Bolsa parece que registra aquí una valoración agregada de estas empresas que está totalmente desligada de su posición como empresas de negocios normales. En otras palabras, estas no son, de ningún modo, *valoraciones empresariales*, sino productos de los prestidigitadores de Wall Street o de sus clarividentes.

La lógica financiera frente a la lógica empresarial. Este es el asunto que pone sobre el tapete de manera más llamativa la amplia fisura que existe entre el pensamiento financiero y el pensamiento empresarial normal. Es increíble que Wall Street no se pregunte nunca «cuánto vende una empresa». Y sin embargo, esta debería ser la primera pregunta que tendría que hacerse al considerar la compra de acciones. Si a un empresario le ofrecen un 5% de interés en algún asunto por 10.000 dólares, su primer cálculo mental será multiplicar el precio que le han pedido por 20, y, de ese modo, establecer un valor propuesto de 200.000 dólares por toda la operación. El resto de sus cálculos girará en torno a la cuestión de si el negocio es o no una «buena compra» a 200.000 dólares.

Partida	General Electric	Pepperell Manufacturing
Precio	(1930) 95	(1932) 18
Número de acciones	28.850.000	97.600
Valor de mercado de ordinarias	2.740.000.000 \$	1.760.000 \$
Balance	(Dic. 1929)	(Junio 1932)
Activos fijos (menos amortización)	52.000.000 \$	7.830.000 \$
Activos diversos	183.000.000	230.000
Activo circulante neto	206.000.000	9.120.000
Total activo neto	441.000.000 \$	17.180.000 \$
Menos bonos y preferentes	45.000.000	
Valor contable de ordinarias	396.000.000 \$	17.180.000 \$
Valor contable por acción	13,75 \$	176 \$

Partida	Commercial Solvents	Pennsylvania Coal and Coke
Precio	(Julio 1933) 57	(Julio 1933) 3
Número de acciones	2.493.000	165.000
Valor de mercado de ordinarias	142.000.000 \$	495.000 \$
Balance	(Dic. 1932)	(Dic. 1932)
Activos fijos (menos amortización)		6.500.000
Activos diversos	2.600.000	990.000
Activo circulante neto	6.000.000	740.000
Total activo de ordinarias	8.600.000 \$	8.230.000 \$
Valor contable por acción	3,50 \$	50 \$

Este método tan indispensable y elemental ha sido prácticamente abandonado por los compradores de acciones. De entre los miles de inversores que «invertieron» en General Electric en 1929 y 1930 es probable que solo una ínfima parte de ellos supiera que estaba pagando sobre una base de 2.500 millones de dólares por la compañía, de los que 2.000 millones representaban una prima sobre el dinero realmente invertido en el negocio. El precio de 57 establecido por Commercial Solvents en 1933 tuvo más de juego, provocado por la esperada revocación de la prohibición. Pero los jugadores en este caso no actuaron de manera distinta a aquellos que se autodenominan inversores, en el sentido de que tenían la misma despreocupación por el hecho de estar

pagando 140.000.000 por una empresa que tenía cerca de 10.000.000 en recursos. (Los activos fijos de Commercial Solvents, cuyos valores contables se redujeron a nada en el balance, tenían un valor real, por supuesto, pero no pasaban de unos pocos millones.)

El contraste en la otra dirección que reflejan nuestros ejemplos es prácticamente igual de impresionante. Una empresa establecida pero con malos resultados como Pennsylvania Coal and Coke puede estar valorada en el mercado en aproximadamente una dieciseisava parte de sus recursos declarados casi el mismo día en que una emisión especulativa tentadora hace una oferta por dieciséis veces su valor neto. El ejemplo de Pepperell es quizá más relevante todavía, por la incuestionable realidad de las cifras del valor contable y también por su buena reputación, sus grandes beneficios y los generosos dividendos de la empresa que cubrían un extenso período de ejercicios. A pesar de todo, una parte de los dueños de esta empresa —si bien es cierto que bajo la tensión de la depresión— estaban dispuestos a vender a una décima parte de su valor lo que un solo propietario no hubiera dudado en pagar en el momento.

Recomendación. Estos ejemplos tan extremos nos sugieren que merece la pena que el público le eche un vistazo al valor contable antes de comprar o vender acciones de una empresa. En algún caso concreto, puede que el mensaje transmitido por el valor contable sea irrelevante y que no merezca la pena prestarle atención. Sin embargo, su información deberá tenerse en cuenta antes de rechazarlo. Dejemos que, por lo menos, el comprador de acciones, si concede algún crédito a la inteligencia, sea capaz de decirse a sí mismo, primero, qué valor está puesto sobre el negocio y, segundo, qué está obteniendo en realidad por su dinero en términos de recursos tangibles.

Por supuesto, hay ciertas dudas con respecto a las compras hechas muy por debajo del valor del activo y en contra las que se hacen con una prima alta. (Se supone que en un caso normal se aceptarán las cantidades del libro como meramente indicativas del efectivo real invertido en la empresa.) Un negocio que vende a un precio muy alto lo hace porque gana un importante rédito sobre su capital; este importante rédito atrae a la competencia y no es probable que continúe indefinidamente. A la inversa ocurre en el caso de una empresa que se vende muy por debajo porque tiene unos beneficios anormalmente bajos. La ausencia de competencia, la retirada de la anterior competencia del sector y otras fuerzas económicas naturales tenderán a mejorar la situación y a restaurar la tasa normal de beneficio sobre la inversión.

Si bien esto es teoría económica pura, e indudablemente válida en el más amplio sentido, dudamos de que se pueda aplicar con la suficiente

seguridad y celeridad a la hora de seleccionar acciones ordinarias como para convertirla en un principio rector útil. Puede señalarse que bajo las condiciones actuales modernas cada una de las piezas de los llamados «intangibles», es decir, el fondo de comercio, o incluso una empresa eficiente, son tan reales desde el punto de vista del dinero contante y sonante como lo son los edificios y las maquinarias.⁴¹⁶ Los beneficios basados en estos intangibles pueden ser incluso menos vulnerables a la competencia que aquellos que requieren solo una inversión de efectivo en instalaciones productivas. Además, cuando las condiciones son favorables, con una relativa inversión de capital la empresa probablemente mostrará una tasa más acelerada de crecimiento. Normalmente puede expandir sus ventas y beneficios con un ligero gasto y por eso lo hará más rápidamente y de forma más beneficiosa para sus accionistas que un negocio que requiera una importante inversión en instalaciones por dólar de ventas.

Por esta razón, no creemos que haya que establecer reglas sobre el valor contable con respecto al precio de mercado, excepto la fuerte recomendación ya hecha de que el comprador sepa qué está haciendo en este sentido y que se sienta satisfecho de actuar adecuadamente.

⁴¹⁶ Las valoraciones judiciales de los activos intangibles (en el caso de empresas cerradas) parece que todavía se rigen por la idea anticuada de que son menos «reales» que los activos tangibles y que comparativamente por eso necesitan más beneficios que los sustenten. La diferencia entre las bases de valoración del mercado bursátil y las de los empresarios y tribunales, aplicadas a las empresas privadas, proporcionaría un excelente material para un estudio crítico.

Véase Lawrence N. Bloomberg, *The Investment Value of Goodwill*, Baltimore, 1938, para un estudio cuantitativo que llega a la conclusión de que el «fondo de comercio», de manera general, ha demostrado ser más rentable que los activos tangibles.

Capítulo 43

Importancia del activo circulante

El activo circulante de una acción ordinaria es más probable que sea una cifra de mayor importancia que la del valor contable, que incluye a los activos fijos. Nuestra exposición sobre este punto tratará de desarrollar las siguientes tesis:

1. El activo circulante es generalmente un indicador aproximado del *valor de liquidación*.
2. Un importante número de acciones ordinarias que se venden por debajo del valor de su activo circulante y, como consecuencia, por debajo de la cantidad realizable en la liquidación.
3. El fenómeno de muchas acciones que se venden por debajo de su valor de liquidación es necesariamente ilógico. Significa que ha habido un error grave, ya sea: (a) en la estimación del mercado de valores, (b) en la política de gestión de la empresa o (c) en la actitud de los accionistas hacia sus bienes.

Valor de liquidación. Por valor de liquidación de una empresa se entiende el dinero que sus propietarios pueden obtener si quisieran desprenderse de ella. Podrían venderla por entero o solo una parte como si de una empresa operativa se tratara. O bien podrían convertir los distintos tipos de activos en efectivo, de forma fragmentada, tomándose el tiempo necesario hasta obtener la mejor liquidación por cada uno. Estas liquidaciones se producen a diario en el ámbito de las empresas privadas; sin embargo, son muy raras en el ámbito de las empresas públicas. Es cierto que cuando una compañía se vende a otra a menudo su insolvencia dará lugar a la fragmentación de los activos; aunque la retirada voluntaria de un negocio con beneficios, que va acompañada de una cuidadosa liquidación de los activos, se produce con más frecuencia entre las empresas privadas que entre las públicas. Como veremos más adelante, esta diferencia tiene sus causas y su significado.

Valor realizable de activos diversos según su naturaleza. El balance de situación de una empresa no transmite una información exacta por lo que respecta a su valor en la liquidación, pero sí facilita claves o indicios

que resultan útiles. La primera regla para calcular el valor de liquidación es que, si bien el pasivo es real, debe cuestionarse sin embargo el valor de los activos. Esto significa que todos los pasivos de verdad que se muestran en los libros contables deben deducirse de su valor nominal. Sin embargo, el valor que está adscrito a los activos variará de acuerdo a su naturaleza. El siguiente esquema indica bastante bien la dependencia comparativa de los distintos tipos de activos que se liquidan.

Tipo de activo	% del valor de liquidación de valor contable	
	Margen normal	Media aproximada
Activos corrientes:		
Activos disponibles (incluyendo los productos financieros en el mercado)	100	100
Activos exigibles (menos las reservas normales)*	75-90	80
Existencias (al coste más bajo del mercado)	50-75	66 ^{2/3}
Activos fijos y diversos:		
(inversiones materiales, edificios, maquinaria, equipamiento, inversiones no negociables, intangibles, etc.)	1-50	15 (aprox.)

* Nota: las cuentas de venta al por menor a plazos deben valorarse para la liquidación a su tasa más baja. Margen de un 30 a un 60%. Media sobre el 50%.

Demostración del cálculo. Un ejemplo del cálculo de un valor de liquidación aproximado en un caso concreto puede ser este:

Ejemplo. White Motor Company. (Véase más adelante.)

Objetivo del cálculo. Al estudiar este cómputo debe tenerse en cuenta que nuestro objetivo no es determinar el valor de liquidación exacto de la White Motor sino simplemente hacemos una idea general de este valor *con el fin de averiguar si las acciones se venden o no por menos de lo que los accionistas pueden sacar del negocio.* Esta cuestión se responde, sin duda alguna, de manera afirmativa. Dejando margen a cualquier posible error, no hay duda de que (en 1931) la White Motor liquidaría por mucho más que 8 dólares por acción, es decir, 5.200.000 por la compañía. El hecho relevante de que solo los activos disponibles sobrepasarán considerablemente esta cifra, después de *deducir todos los pasivos*, deja zanjado el argumento sobre esta valoración.

El activo circulante como medida aproximativa del valor de liquidación. Los valores de liquidación estimados como los que se daban en la White Motor son, de alguna manera, más bajos con respecto a las existencias y más altos por lo que se refiere a los activos fijos diversos de lo que uno estaría inclinado a adoptar en otros casos. Tengamos en cuenta

el hecho de que las existencias de los motores de camión son de venta más fácil de lo normal. Además, algunos de los activos que son incluidos como extraordinarios, en particular la inversión en White Motor Securities Corporation, es posible que produjeran una mayor proporción de sus valores contables que la cuenta de bienes inmuebles ordinaria. Se observará que el valor de liquidación estimado de la White Motor (cerca de 31 dólares por acción) no estaba muy lejos del valor del activo circulante (34 dólares por acción). En un caso normal, podría decirse que los activos extraordinarios tienen bastante probabilidad de convertirse en efectivo como para compensar la mayor parte de la merma que se ocasiona por la liquidación de los activos circulantes. Así pues, esta es nuestra primera tesis, es decir, que el valor del activo circulante proporciona una medida aproximada del valor de liquidación.

Compañía White Motor

Capitalización: 650.000 acciones ordinarias.

Precio en diciembre de 1931: 8 \$ por acción.

Valor de mercado total de la compañía: 5.200.000 \$.

TABLA 43.1
Balance de situación de 31 de diciembre de 1931 (en miles)

Partida	Valor contable	Valor de liquidación estimado	
		% de Valor contable	Cantidad
Efectivo	4.057 \$	100	8.600 \$
Bonos del Estado y de la ciudad de Nueva York	4.573		
Activos exigibles (menos reservas)	5.611		
Existencias (coste más bajo o del mercado)	9.219	50	4.600
Total activo circulante	23.460 \$		17.700 \$
Menos pasivo corriente	1.353		1.400
Activo circulante neto	22.107 \$		16.300 \$
Activo fijo	16.036	20	4.000
Menos amortización	7.491		
Activo fijo neto	8.545 \$		
Inversiones de filiales, etc.	4.996		
Cargos diferidos	388		
Fondo de comercio	5.389		
Total de activos netos por acciones ordinarias	41.425 \$		20.300 \$
Valor de liquidación estimado por acción		31 \$	
Valor contable por acción		55	
Activo circulante por acción		34	
Activo disponible por acción		11 \$	
Precio de mercado por acción		8	

Prevalencia de las acciones que se venden por debajo del valor de liquidación. El segundo punto es que durante años se han vendido un considerable número de acciones ordinarias en el mercado bastante por debajo de su valor de liquidación. Como es natural, el porcentaje fue mayor durante la Depresión. Pero incluso en el mercado al alza de 1926 a 1929 no fueron raros los ejemplos de este tipo. El significativo caso de la compañía Otis, expuesto en el capítulo anterior, ocurrió en junio de 1929, durante el momento álgido del alza. El ejemplo de la Northern Pipe Line, que hemos mostrado en el capítulo 41, es de 1926. Y por lo que respecta a los casos de Pepperell y White Motor, fueron fenómenos que ocurrieron durante el desplome financiero de 1931 a 1933.

A nuestro modo de ver, el carácter más distintivo del mercado de

valores de esos tres años fue la enorme proporción de emisiones que se vendieron por debajo de su valor de liquidación. Nuestros cálculos indican que un 40% de todas las empresas industriales del Mercado de Valores de Nueva York se cotizaban, en algún momento de 1932, a menos de su activo circulante neto. Un número considerable de empresas vendió por menos del valor de su activo disponible, como en el caso de White Motor. Pensándolo bien, esto podría parecer una situación fuera de lo común. La típica empresa americana aparentemente valía más muerta que viva. Los propietarios de estos grandes negocios podían obtener más por sus intereses si cerraban la empresa que si la vendían como negocio operativo.

En la recesión de 1937 a 1938 esta situación se repitió, aunque en menor escala. Los datos disponibles indican que el 20,5% de las empresas industriales que cotizaban en el Mercado de Valores de Nueva York vendieron a principios de 1938 a menos de su activo circulante neto. (Al terminar 1938, cuando el nivel de precios no era en absoluto bajo, un total de 54 empresas de las 648 estudiadas vendieron por debajo de sus activos circulantes netos.^{417 418})

Es importante observar que estas grandes discrepancias entre el precio y el activo circulante son una tendencia relativamente nueva. Durante la grave depresión del mercado ocurrida en 1921, la proporción de acciones industriales de esta clase fue bastante pequeña. Evidentemente, el fenómeno de 1932 (y de 1938) fue una consecuencia directa de la doctrina de la nueva era, que trasladó todos los controles sobre el valor a la cuenta de resultados ignorando completamente el balance de situación. Como consecuencia, se consideraba que una empresa sin beneficios ordinarios tenía poco valor y que era posible vender en el mercado por una mínima fracción de sus recursos realizables. No se advirtió a muchos de los vendedores de que disponían de sus intereses en bastante menor cantidad que su valor residual. Otros muchos, sin embargo, que es probable que conocieran este dato, justificaron el precio basándose en que el valor de liquidación no tenía una importancia práctica, ya que la empresa no tenía intención de liquidarse.

La importancia lógica de este fenómeno. Esto nos lleva al tercer punto, es decir, a la importancia lógica de este fenómeno del «valor subliquidado» desde el punto de vista del mercado, de la dirección de la empresa y de los accionistas. Todo esto puede resumirse en un principio básico:

⁴¹⁷ Véase la nota 62 del Apéndice para una lista representativa de emisiones que se vendieron en 1932 por menos de su valor de liquidación.

⁴¹⁸ Véase la nota 61 del Apéndice para más detalles sobre este tema.

Cuando una acción ordinaria se vende de manera persistente por debajo de su valor de liquidación, eso significa que el precio es demasiado bajo o que la empresa tiene que ser liquidada.

De este principio se deducen dos conclusiones:

Conclusión I. Un precio semejante debe llevar a los accionistas a plantearse si les interesa o no continuar con el negocio.

Conclusión II. Un precio así debería llevar a la dirección de la empresa a tomar sus propias medidas para corregir una disparidad tan clara entre la cotización del mercado y el valor intrínseco, y además esta debería reconsiderar su propia política y justificar con franqueza a los accionistas su decisión de continuar con el negocio.

La realidad del principio que acabamos de exponer está muy clara. No puede haber ninguna razón económica *de peso* para que las acciones se vendan de forma continuada por debajo de su valor de liquidación. En el caso de que la empresa no valga más como negocio operativo que como negocio liquidado, debe liquidarse. Si este vale más como negocio operativo, entonces las acciones deberán venderse por encima de su valor de liquidación. Por consiguiente, en ninguna de las dos premisas se justifica un precio por debajo del valor de liquidación.

La doble aplicación del principio anterior Formulado como una alternativa lógica, nuestro principio invita a una doble aplicación. En muchos casos, las acciones que se venden por debajo del valor de liquidación son demasiado baratas, y por ello constituyen un medio atractivo de compra. De este modo, nos encontramos con un área en la que la técnica del análisis financiero es de utilidad. Sin embargo, en muchos casos, el hecho de que una emisión se venda por debajo del valor de liquidación también es una señal de que se siguen políticas empresariales equivocadas, por lo que la dirección de la empresa debe tomar medidas correctivas, ya sean voluntarias o debido a la presión de los accionistas. Vamos a considerar estas dos líneas de actuación.

El atractivo de estas emisiones como compromisos

Las acciones ordinarias de este tipo tienen prácticamente una tendencia de beneficios poco satisfactoria. Si los beneficios hubieran estado creciendo de manera regular, es obvio que las acciones no se venderían a un precio tan bajo. La objeción en la compra de estas emisiones se debe a la probabilidad, o al menos a la posibilidad, de que los beneficios se reduzcan o las pérdidas continúen y los recursos se disipen y, en último término, que el valor intrínseco pase a ser inferior al precio pagado. No

puede negarse que esto ocurre en algunos casos particulares. Existen, además, muchas situaciones potenciales que pueden dar lugar a que se fije un precio de mercado más elevado. Entre estas cabe destacar las siguientes:

1. La creación de una rentabilidad proporcionada con los activos de la empresa. Esto puede dar lugar a:
 - a. Una mejoría general de la industria.
 - b. Un cambio favorable en las políticas de explotación de la compañía, con o sin cambio en la dirección de la empresa. Estos cambios incluyen métodos más eficientes, nuevos productos, abandono de líneas no rentables, etc.
2. Una venta o fusión cuando otra empresa es capaz de utilizar los recursos más eficazmente y, por consiguiente, puede pagar al menos un valor de liquidación por los activos.
3. Liquidación completa o parcial.

Ejemplos del efecto de las situaciones favorables sobre estas emisiones. *Mejoría general del sector.* Los ejemplos que hemos dado, y algunos más, nos servirán para ilustrar el funcionamiento de las distintas clases de situaciones favorables. En el caso de Pepperell, el bajo precio de 17 ½ coincidió con grandes pérdidas durante el ejercicio con cierre el 30 de junio de 1932. En el siguiente ejercicio mejoraron las condiciones del sector textil; Pepperell ganó cerca de 9 dólares por acción y reanudó el pago de dividendos; como consecuencia, el precio de la acción, en enero de 1934, progresó hasta 100 y en 1936 hasta 14974.

Cambios en las políticas de explotación. La empresa Hamilton Woolen, otro ejemplo del sector textil, es un caso de mejoría individual más que general. Durante varios ejercicios antes de 1928, la empresa había estado operando con pérdidas sustanciales que ascendían a prácticamente 20 dólares y a 12 dólares por acción en 1926 y 1927, respectivamente. Al finales de 1927, la acción ordinaria se vendió a 13 dólares, aunque la empresa tenía en esa época un activo neto circulante de 38,50 dólares por acción. En 1928 y 1929 hubo cambios en la dirección y en la gestión de la empresa, se introdujeron nuevas líneas de productos y de métodos de venta directa y se reorganizaron algunas fases de la producción. Estos cambios comportaron una importante mejora de beneficios con una media de 5,50 dólares por acción durante los siguientes cuatro ejercicios, de manera que en un solo ejercicio las acciones se habían elevado a un precio

de cerca de 40 dólares.⁴¹⁹

Venta o fusión. El ejemplo de la White Motor es típico de la génesis y del efecto inmediato de una venta o fusión aplicada a una emisión que se vende por menos de su valor de liquidación. (Las últimas situaciones son bastante raras.) Las importantes pérdidas de la White Motor en 1930 y 1932 llevaron a la dirección de la empresa á buscar un nuevo alineamiento. Studebaker Corporation, bastante atraída por el importante efectivo de White, creyó que podía combinar sus operaciones con las de la White en beneficio de ambas. Por esta razón, en septiembre de 1932, Studebaker ofreció comprar todas las acciones de White Motor pagando por cada una lo siguiente:

5 dólares en efectivo.

25 dólares en pagarés a 10 años al 6% de Studebaker Corporation.

1 ordinaria de Studebaker que se vendía por unos 10 dólares.

Puede observarse que estos términos de compra se basaban no solo en el reciente precio de mercado de la White —por debajo del 7 dólares por acción— sino sobre todo sobre el valor de activo circulante. Las acciones de White Motor subieron enseguida a 27, y más tarde se vendieron al equivalente a 31½.⁴²⁰

Un ejemplo interesante de este tipo, pero de fecha más reciente, es el de la compañía Standard Oil de Nebraska. Este es un resumen de los hechos:

A principios de 1939 las acciones se vendían a 6 dólares, lo que representaba una valoración total de 1.000.000 dólares por 161.000 acciones que abarcaban toda su capitalización. El balance de situación a 31 de diciembre de 1938 se resume en la tabla siguiente.

⁴¹⁹ Véase la evolución posterior de la empresa Hamilton Woolen en el capítulo 44.

⁴²⁰ Una consecuencia singular de esta transacción fue la intervención de Studebaker Corporation en abril de 1933, provocada por la ostensible oposición de una minoría de accionistas de White Motor a una fusión entre las dos empresas. Sin embargo, esta evolución de la situación tiene poco que ver con el punto que estamos tratando, que gira en torno al hecho de que en una venta o fusión siempre debe aceptarse, como así es normalmente, el valor de liquidación, incluso a pesar de que el precio corriente de mercado sea mucho más bajo.

Activo		Pasivo	
Activos fijos y activos		Pasivo ordinario	176.000 \$
diversos (neto)	2.794.000 \$	Capital en acciones y superávit...	<u>4.734.000</u>
Activo disponible	1.155.000		4.910.000 \$
Otros activos circulantes	<u>961.000</u>		
	4.910.000 \$		
 (Neto) Activo disponible			
por acción	6,07 \$		
Activo circulante neto			
por acción	12,05		
Activos tangibles netos	29,33		

La empresa se dedicaba a la distribución de productos petrolíferos en Nebraska y seguía operativa con una actividad anual de unos 5.000.000 dólares sin beneficios apreciables. Durante los ejercicios de 1935 a 1938» los beneficios declarados antes de amortización tuvieron un promedio de 0,69 dólares por acción; después de la «amortización ajustada» hubo una media de beneficio de 0,39 dólares por acción; y después de que la empresa tomara esa amortización hubo un promedio de pérdidas de 0,39 dólares por acción.

Esta era una empresa que claramente estaba vendiendo por debajo de su registro de beneficios. Sin embargo, había buenas razones para creer que la empresa valía más que el simple valor de liquidación, porque las previsiones de distribución de gasolina, etc. hacían que sus numerosas estaciones de venta al por mayor y al por menor fueran una compra apetecible para muchas grandes refinerías.

En abril de 1939 la empresa tuvo una oferta por parte de compañías privadas que pagaban 12 dólares por acción por el $66\frac{2}{3}\%$ del capital circulante. La oferta fue rechazada por una mayoría de accionistas, pero a esta le siguió otra oferta de 17,50 dólares hecha por la Standard Oil Company de Indiana, la refinería que había estado suministrando gasolina a la Standard Oil Company de Nebraska y que evidentemente no quería perder a esta importante distribuidora. El trato se ratificó rápidamente y, de esa manera, las acciones de la Standard Oil Company de Nebraska casi triplicaron su valor en un período de cuatro meses, durante los cuales el mercado general sufrió una caída.⁴²¹

Liquidación completa. La empresa Mohawk Mining nos proporciona un ejemplo excelente de un beneficio en dinero equivalente a un

⁴²¹ Para otros ejemplos de un aumento del precio ocasionado por la venta de propiedades, véase I. Benesch and Sons y United Shipyards «A» del capítulo 44.

importante aumento del valor del mercado ocasionado por la liquidación de una empresa.

En diciembre de 1931, las acciones se vendieron a 11 dólares cada una, lo que representaba una valoración total de 1.230.000 dólares por las 112.000 acciones en circulación. El balance de situación al final de 1931 mostraba lo siguiente:

Efectivo y títulos negociables en el mercado	1.381.000 \$
Activos exigibles	9.000
Cobre en el mercado de valores, aprox.	1.800.000
Suministros	71.000
	<hr/>
	3.261.000 \$
Menos pasivo corriente	68.000
Activo circulante neto	3.193.000 \$
Activos fijos menos depreciación y agotamiento	2.460.000
Activos diversos	168.000
	<hr/>
Activos totales por ordinarias	5.821.000 \$
Valor contable por acción	52 \$
Valor de activo circulante por acción*	28,50
Activo disponible por acción*	11,75
Precio de mercado por acción	11

* Después de rebajar los títulos y las existencias de cobre al valor de mercado.

Poco después, la dirección de la empresa decidió liquidar la propiedad. Durante los ejercicios de 1932 a 1934 se pagaron dividendos regulares y de liquidación, a los que se agregaron 28,50 dólares por acción. Observaremos que la cantidad que se percibió como liquidación era idéntica al valor que tenía el activo circulante justo después de que comenzará la liquidación, y este era de 2 ½ veces el precio de mercado que imperaba en esa época.

Liquidación parcial. Las compañías Northern Pipe Line y Otis, ya tratadas anteriormente, son ejemplos de la implantación de un valor de mercado más alto a través de una liquidación parcial. Ambas empresas hicieron sus informes como se muestra en la tabla siguiente.

En septiembre de 1929, la compañía Otis pagó un dividendo especial de 4 dólares por acción y en 1920 distribuyó 20 dólares por una liquidación parcial, reduciendo el valor nominal de 100 dólares a 80 dólares. En abril de 1931, las acciones se vendieron a 45 y en abril de 1932 a 41. Estos precios eran más elevados que los de la cotización de junio de 1929, a pesar de la distribución de 24 dólares por acción realizada en el ínterin y, pese también, al hecho de que el nivel del mercado *general* se

había transformado de una increíble inflación a una igualmente increíble deflación. Posteriormente, la empresa se declaró en quiebra y pagó a los accionistas una cantidad adicional de 74 dólares por acción por la liquidación, el total de lo que estos recibieron desde junio de 1929 ascendía a 102 dólares por acción (además de otros dividendos entre 1929 y 1934 que ascendían a 4 dólares por acción).⁴²²

Partida	Northern Pipe Line	Otis
Fecha	1926	Junio, 1929
Precio de mercado	64 \$	35 \$
Valor de activo disponible por acción	79	23 ¹ / ₂
Valor de activo circulante por acción	82	101
Valor contable por acción	116	191

En 1928, la compañía Northern Pipe Line distribuyó a sus accionistas 50 dólares por acción, como rendimiento de capital, es decir, una liquidación parcial. Esto produjo que se duplicara el precio de mercado entre 1926 y 1928. Más adelante se hizo una segunda distribución de 20 dólares por acción, por lo que los accionistas recibieron más en efectivo que lo que había sido el bajo precio de mercado de 1925 y 1926, y también retuvieron todos los intereses del negocio de oleoductos. La mayoría de empresas de oleoductos del denominado grupo Standard Oil llevó a cabo distribuciones similares. (Obsérvese también la liquidación parcial de la empresa Davis Coal and Coke descrita en la nota 7 del capítulo 41.)

El criterio adecuado en la selección de estas emisiones. No nos quedan muchas dudas acerca de que las acciones ordinarias que se venden muy por debajo del valor de liquidación representan en general un tipo de títulos infravalorados. Las condiciones no justifican la caída tan severa de su precio. Esto significa que en *general* estas acciones ofrecen buenas oportunidades de compra. No obstante, el analista financiero debe discriminar al elegir las emisiones que estas caigan dentro de esta categoría. Entre algunas de las situaciones favorables enumeradas anteriormente, el analista debe inclinarse hacia aquellas que le brinden una buena e inminente perspectiva. De lo contrario no será imparcial, tal como revelan otros aspectos estadísticos además de la posición de su activo líquido como, por ejemplo, unos beneficios ordinarios y dividendos

⁴²² Para otros ejemplos de liquidación que aportan a los accionistas más que el precio de mercado previo, véase la tabla 45.8 C.

satisfactorios o una media alta de rentabilidad en el pasado. El analista debe evitar emisiones que han sufrido pérdidas en su activo circulante de forma rápida y que no muestran signos de dejar de hacerlo.

Ejemplos. Este último aspecto lo ilustraremos con la siguiente comparación entre dos empresas, cuyas acciones se vendieron, a principios de 1933, muy por debajo del valor de liquidación.

Partida	Manhattan Shirt Company		Hupp Motor Car Corporation	
Precio, enero 1933	6		2½	
Valor total de mercado de la empresa	1.476.000 \$		3.323.000	
Balance	30 nov., 1932	30 nov., 1929	31 dic., 1932	31 dic., 1929
Acción preferente a la par		300.000 \$		
Número de acciones ordinarias	246.000	281.000	1.329.000	1.475.000
Activo disponible	1.961.000 \$	885.000 \$	4.615.000 \$	10.156.000 \$
Activos exigibles	771.000	2.621.000	226.000	1.246.000
Existencias	1.289.000	4.330.000	2.115.000	8.481.000
Total activo circulante	4.021.000 \$	7.836.000 \$	6.956.000 \$	19.883.000 \$
Pasivo corriente	100.000	2.574.000	1.181.000	2.541.000
Activo circulante neto	3.921.000 \$	5.262.000 \$	5.775.000 \$	17.342.000 \$
Otros activos tangibles	1.124.000	2.066.000	9.757.000	17.870.000
Total activos por ordinarias (y preferentes)	5.045.000 \$	7.328.000 \$	15.532.000 \$	35.212.000 \$
Valor de activo disponible por acción	7,50 \$	Cero	2,625 \$	5,125 \$
Valor de activo circulante por acción	16,00	17,50	4,375	11,75

Ambas empresas revelan una interesante relación entre el activo circulante y el precio de mercado al cierre del ejercicio de 1932. Sin embargo, una comparación con la situación del balance de los tres ejercicios anteriores arrojará mejores indicadores para Manhattan Shirt que para Hupp Motors. Esta última empresa perdió durante el período de la depresión más de la mitad de su activo disponible y más del 60% de su activo circulante neto. Por otra parte, el valor del activo circulante de ordinarias de Manhattan Shirt se redujo solamente al 10% durante estos difíciles años y, además, la posición de su activo disponible mejoró enormemente. Este resultado se obtuvo de la liquidación de activos exigibles y existencias, con cuyos ingresos se cancelaron, en 1929, algunos préstamos bancarios y se aumentaron considerablemente los

recursos de efectivo.

Desde el punto de vista de los anteriores indicadores, las dos empresas deben situarse en dos categorías diferentes. En el caso de la Hupp Motors, hay que considerar la posibilidad de que el excesivo remanente de activo circulante por encima del precio del mercado se gastara pronto. Esto no es del todo así en lo que concierne a la Manhattan Shirt; de hecho, los logros de la empresa en cuanto al fortalecimiento de la posición de su efectivo durante la depresión merecen ser considerados favorablemente. Más adelante trataremos esta fase del análisis financiero, es decir, la comparación del balance durante un período de tiempo con el fin de determinar el verdadero progreso de una empresa. Debemos retomar el tema anterior—que señalaba que debe tomarse también en cuenta el registro de beneficios— para hacer una breve comparativa de las dos empresas a principios de 1939.

Partida	Ely & Walker Dry Goods Co.		Pacific Mills	
	31 dic., 1932	31 dic., 1938	31 dic., 1932	31 dic., 1938
Precio, enero, 1939	17		14	
Por acción:				
Activo neto circulante	30,00 \$	39,50 \$	26,95 \$	24,50 \$
Activo neto tangible	37,73	46,42	90,85	79,50
Promedio de beneficios, 1933–1938		1,82		2,41(d)
Promedio de dividendos, 1933–1938		1,25		0,50

Las pérdidas de Pacific Mills no repercutieron seriamente en la posición de balance porque salían de este a través del plan de amortización. Pero, salvo que hubiera razones especiales que hicieran esperar un revés en los resultados de explotación, el analista preferiría, obviamente como una compra de inversión, a Ely & Walker.

Buenos negocios del mismo tipo. Las acciones ordinarias que (1) se venden por debajo del valor de su activo líquido, (2) que no están aparentemente en peligro de gastar estos activos y (3) que en el pasado han mostrado una importante rentabilidad sobre su precio de mercado, se puede decir que constituyen un tipo de *buena inversión*. Indudablemente, su *valor* es considerablemente mayor que aquel por el que se han vendido, y hay bastantes probabilidades de que tarde o temprano ese verdadero valor se refleje en el precio de mercado. En su precio bajo estas acciones baratas son, en realidad, muy seguras, una seguridad que está relacionada con la existencia de un riesgo muy pequeño de pérdida principal del capital.

Debe señalarse, sin embargo, que la inversión en estas emisiones baratas necesita hacerse sin perder de vista las condiciones generales del mercado en ese momento. Aunque resulta bastante curioso, este es el tipo de operación que mejor resulta, comparativamente hablando, cuando el nivel de precios no es ni muy alto ni muy bajo. La compra de «acciones baratas» cuando el mercado en general parece estar más alto de lo normal, por ejemplo en 1929 o a principios de 1937, no será muy fructífera porque el consiguiente declive se producirá con la misma gravedad en estas emisiones menospreciadas que en la cotización general del mercado. Por otra parte, cuando todas las acciones son muy baratas —como en 1932— podría parecer que existe por lo menos la misma razón para comprar las emisiones infravaloradas de primera clase que para elegir acciones menos populares, aunque estas se vendan incluso a precios en comparación más bajos.

Una acción ordinaria que representa todo el negocio de una empresa no puede ser menos segura que un bono que tiene un crédito que representa solo una parte de este. Al tener en cuenta estas emisiones, es útil aplicar la proposición inversa a la desarrollada al principio de este libro con respecto a los títulos prioritarios. En el capítulo 26 señalábamos que un bono o una acción preferente no puede valer más de lo que sería su valor cuando representa toda la propiedad de la empresa, es decir, más de lo que sería una acción ordinaria sin créditos preferentes por delante. A la inversa sucede también lo mismo. Una acción ordinaria no puede ser *menos segura* que si fuera un bono; es decir, si en lugar de representar toda la propiedad de la empresa se diera un crédito fijo y limitado, con nuevas acciones ordinarias creadas para apropiarse de lo que queda. Esta idea, que al principio puede parecer algo abstracta, puede verse más claramente con una comparación concreta entre una acción ordinaria y una emisión de bonos del tipo que acabamos de describir. Dos empresas del sector de fondos de inversión encajan particularmente bien para ilustrar este aspecto, ya que ambas estaban estructuradas con los mismos intereses bancarios y tenían los mismos directivos.

La tabla siguiente nos permitirá observar que las acciones de Shawmut Association no pueden ser intrínsecamente menos seguras que las *obligaciones financieras preferentes* a 85, puesto que, con la misma dirección empresarial, la inversión accionarial tiene tras de sí un 180% en acciones, mientras que los bonos están protegidos por solo el 122% (sobre su precio de mercado) en activos. Aparte de tener esa mayor protección, las acciones de Association representan la posesión total de los activos de la empresa, mientras que el interés de los bonos de Investment Trust está limitado a su cantidad principal, y el saldo de las participaciones pertenece a los compradores de las obligaciones. (De hecho, este capital subordinado

puede ser bastante sustancial, según se considere en el mercado de valores, incluso cuando los bonos se vendan con un descuento considerable.)

A fecha de diciembre de 1939	Shawmut Association	Shawmut Bank Investment Trust
Bonos	Ninguno	3.040.000 \$ obligaciones preferentes 4 1/2s y 5s @ 85 (promedio) = 2.585.000 \$ 950.000 \$ obligaciones subordinadas 6s @ 50 (est) = 480.000 \$
Acciones	390.000 acc. @ 10 1/4 4.000.000 \$	75.000 acc. @ 3 1/2 260.000
Capitalización total	4.000.000 \$	3.325.000 \$
Valor de activo neto (septiembre, 1939)	7.201.000	(Noviembre, 1939) 3.153.000
Ratio: bonos preferentes en el mercado entre activo neto		82%
Ratio: capitalización total en el mercado entre activo neto	55%	107%
Renta de inversión de 12 meses*	(A 30 de septiembre) 198.000	(A 30 de noviembre) 114.000
Porcentaje ganado en el mercado sobre la capitalización	5,0	3,5

* Excepto pérdidas y ganancias de las ventas de productos financieros.

No se puede poner apenas en duda que las acciones de la Shawmut Association son más atractivas que los precios a los que se cotizan las obligaciones de Investment Trust. Es indudable también que el inversor que considere que la emisión de bonos es más «segura» que las acciones de la Association se sienta confundido por la *forma* y pasa por alto la *esencia*. Todavía nos queda por añadir el efecto que tienen estas diferentes formas en la experiencia del inversor y, en consecuencia, sobre su actitud. Los bonos de Investment Trust sí llevaban cierta garantía de ingresos continuados, porque el interés debe pagarse regularmente o, de lo contrario, la empresa se enfrentaría con una situación de insolvencia. Por la misma razón se esforzarán en cancelar al vencimiento o antes de este en 1942 y en 1952. Por eso descubrimos que la empresa tiene un incentivo especial para comprar bonos a bajo precio —pues finalmente deben pagarse a la par— y así se vuelve a adquirir un tercio de la emisión. Esta política ha servido para mantener, en buena medida, el precio de mercado y para mejorar la posición del remanente de bonos.

No ocurrió lo mismo con las acciones de Shawmut Association. Desde 1929 recibió continuos dividendos, con un promedio de 65 céntimos, es decir 6½% del precio de mercado. Sin embargo, esta cuota ha sido variable, y el accionista común siente que se encuentra a merced de las decisiones del consejo de administración. (Esto no puede ser así del todo ya que la ley Tributaria mediante sus cláusulas de penalización obliga al desembolso de la renta neta conseguida con fondos de inversión.) Tampoco se ha mantenido el precio de mercado por las recompras de la empresa con una reducción del valor de liquidación, de manera que el inversor no podía esperar que el consejo de administración le evitara la imperiosa necesidad de sacrificar sus acciones hasta un 50% por debajo de su valor intrínseco.

En la edición de este libro de 1934 ilustramos este mismo punto al evaluar las acciones de la American Laundry Machinery que, en junio de 1933, estaban a 7, lo que equivalía a 4.300.000 de dólares de toda la empresa —comparado con un efectivo por encima de 4.000.000 de dólares, un activo circulante neto de 21.000.000 de dólares, un neto de activos tangibles de 27.000.000 de dólares y un promedio de beneficios durante los siguientes diez años de más de 3.000.000 de dólares (incluyendo las pérdidas de 1.000.000 de dólares en 1932). Los últimos dos párrafos de ese capítulo decían lo siguiente:

Wall Street hubiera considerado como «poco seguras» las acciones a 7 de la American Laundry Machinery, pero habría aceptado sin cuestionar una emisión de bonos de 4.500.000 dólares de la misma empresa. Su «razonamiento» sería considerar que el interés sobre el bono se mantendría con seguridad, pero que el dividendo de 40 céntimos que entonces se estaba pagando por la acción era poco seguro. En un caso, los directivos no tenían otra opción que pagar los intereses y, por eso, era seguro que lo harían; en el otro caso, los directivos podían o no pagar según lo consideraran conveniente y, por esa razón, podrían dejar de pagar dividendos. Aquí Wall Street está confundiendo la continuidad de los ingresos con la cuestión más fundamental del principio de seguridad. Los beneficios distribuidos a los accionistas no hacen que las acciones sean más seguras. Los directivos simplemente están poniendo en manos de los accionistas parte de sus propios bienes. Por ello, es absurdo suponer que si los accionistas tuvieran el poder de obligar al pago de la renta —es decir, si se les convirtiera en obligacionistas total o parcialmente— su posición se fortalecería.

Es un poco estúpido suponer que los accionistas estarían mejor

fuera de la empresa que entregar toda la propiedad a cambio de un crédito contra la misma propiedad a una tasa del 5 o 6% sobre la inversión. Esto es exactamente lo que el público haría si estuviera dispuesto a comprar una emisión de bonos de 4.500.000 dólares de la American Laundry Machinery aunque rechazara, por «inseguras», las acciones ordinarias a 7 dólares por unidad.

No obstante, Wall Street persiste en pensar en estos términos tan irracionales y, en parte, lo hace por una cuestión práctica. De una u otra manera, la propiedad de las acciones ordinarias no parece que proporcione al público la misma fuerza y posibilidades —en definitiva, los mismos valores— que poseen los propietarios particulares de una empresa. Esto nos lleva a la segunda línea de razonamiento que hace referencia a las acciones que se venden por debajo de su valor de liquidación.

Capítulo 44

Las implicaciones del valor de liquidación. La relación entre los accionistas y la dirección

Wall Street sostiene que el valor de liquidación tiene escasa importancia porque una compañía normal no tiene intención de liquidarse. Este punto de vista es lógico dentro de unos límites. Cuando se aplica a unas acciones que se venden por debajo del valor de liquidación, la opinión de Wall Street se puede expresar de la siguiente manera: «Aunque estas acciones podrían liquidarse por una cantidad mayor que su precio de mercado, no merece la pena comprar porque (1) la empresa no puede obtener un beneficio aceptable, y (2) no se va a liquidar.» En el capítulo anterior sugeríamos que la primera premisa posiblemente esté equivocada en algunos casos, ya que, aunque los beneficios pasados hayan sido decepcionantes, siempre existe la posibilidad de hacer cambios internos o externos para que la empresa vuelva a obtener una parte de su capital. Sin embargo, en una proporción considerable de casos, el pesimismo del mercado *parecerá* estar justificado. Esto nos lleva a hacer la siguiente pregunta: «¿Por qué será que sin que importen las escasas perspectivas que tenga una empresa sus propietarios permiten que se mantenga operativa hasta agotar sus recursos?»

La respuesta a esta pregunta nos conduce directamente a uno de los fenómenos más extraños de las finanzas estadounidenses: la relación de los accionistas con las empresas en cuya propiedad participan. Este tema trasciende el estrecho ámbito del análisis financiero, pero lo examinaremos brevemente aquí, puesto que existe una relación bien definida entre el valor de los productos financieros y la inteligencia y atención de quienes las poseen. La elección de una acción ordinaria es un acto único, su propiedad es un proceso continuo. Hay que ser igualmente cauteloso y emplear el sentido común tanto al ser accionista como para *llegar a serlo*.

El típico accionista indiferente y dócil. Es algo notorio que el típico accionista estadounidense es el más dócil e indiferente animal en cautividad. Hace lo que el consejo de administración le dice que haga y raramente piensa en hacer valer sus derechos como propietario del

negocio y empleador de sus directivos. El resultado de todo ello es que el control real de prácticamente la mayoría de empresas estadounidenses es ejercido no por aquellos que poseen juntos una mayoría de acciones sino por un pequeño grupo conocido como «la dirección». Este panorama ha sido muy bien descrito por Berle y Means en su importante obra *The Modern Corporation and Private Property*, En el capítulo 1 del Libro IV los autores dicen:

Es normal que una empresa se explote en beneficio de sus propietarios, los accionistas, y que cualquier beneficio distribuido sea para ellos. Sin embargo, sabemos que un grupo de control puede tener el poder de desviar las ganancias hacia sus bolsillos. Va no existe ninguna seguridad de que una empresa vaya a ser explotada mirando, por encima de todo, los intereses de los accionistas. La gran separación que existe entre la posesión y el control y la fuerza de los poderes de control plantea una nueva situación que obliga a tomar una decisión, ya sea mediante una presión social y legal para garantizar que las operaciones corporativas sean en interés de los propietarios, ya sea presionando sobre los intereses de otros o de un grupo más amplio.

Los autores (en la página 335) exponen de nuevo esta opinión en su capítulo final:

[...] Existe, sin embargo, una tercera posibilidad. Por una parte, los dueños de una propiedad pasiva al renunciar al control y a la responsabilidad sobre la propiedad activa están renunciando también al derecho de que su corporación sea explotada en su propio interés, han relevado a la comunidad de su obligación de protegerles en todo aquello que está estrictamente implícito en el derecho de propiedad. Al mismo tiempo, los grupos de control, mediante la extensión de los poderes corporativos, han roto, en su propio interés, las barreras de la tradición, la cual exigía que la sociedad fuera explotada solamente en beneficio de los propietarios de la propiedad pasiva. Sin embargo, al eliminar el único interés del propietario pasivo, no se está dando una argumentación alternativa en favor de que los nuevos poderes se empleen en beneficio de los grupos de control. En cuanto a este último uso del poder corporativo, no se ha presentado, ni en palabras ni en hechos, ninguna defensa aceptable de tal proposición. Tampoco hay ninguna tradición que la respalde. Los grupos de control han allanado el camino a las reclamaciones de un grupo bastante más

amplio que el de los propietarios o el de aquellos que tienen el control. Han colocado a la comunidad en la posición de reclamar que la corporación moderna sirva no solo a los propietarios o a quienes la controlan sino a toda la sociedad.

Las suposiciones verosímiles, aunque falsas, de los accionistas. Es posible que los accionistas atentos, si es que alguno lo es, no estén completamente de acuerdo con la conclusión de Berle y Means sobre que «han renunciado a su derecho de que su corporación sea explotada en su propio interés». Después de todo, el accionista estadounidense no ha abdicado intencionadamente sino por defecto. Podría reafirmarse en sus derechos de control que son inherentes a la posesión. Y es bastante probable que lo hiciera si estuviera bien aconsejado e informado. En buena medida, su docilidad y aparente indiferencia son el resultado de ciertos puntos de vista tradicionales, aunque infundados, que el accionista parece asumir como por herencia o contagio. Entre estas ideas que tanto valora están:

1. La dirección sabe más sobre el negocio que el accionista y, por ello, se acepta su criterio en todos los asuntos relativos a la gestión.
2. La dirección no tiene ningún interés ni responsabilidad en los precios a los que se venden los productos financieros de la empresa.
3. Si un accionista desaprueba cualquier gestión trascendental de la dirección, la decisión adecuada es vender las acciones.

La sobreentendida eficiencia y sentido común de la dirección no siempre están justificados. Estas afirmaciones suenan verosímiles pero, de hecho, son solo medias verdades (las más peligrosas, porque no son falsas del todo). Suele suceder que la dirección es quien mejor puede juzgar qué planes son los más viables. Sin embargo, esto no viene acompañado con la adopción o la aceptación de aquello que más beneficia a los accionistas, y se podría cometer una lamentable equivocación por incompetencia. Los accionistas de cualquier empresa dan por hecho que su dirección está capacitada. Pero se dice que el arte de seleccionar acciones en buena medida depende de la elección de una empresa bien gestionada. Lo que implica que muchas empresas están mal gestionadas. ¿No querría decir esto también que los accionistas deben tener amplitud de miras al cuestionar si su dirección es eficiente o si, por el contrario, no lo es?

Algunos puntos de conflicto entre los intereses de los accionistas y los de los ejecutivos. Un segundo motivo para no aceptar implícitamente todas las decisiones de la dirección es que en *algunos puntos* los intereses de los accionistas y los de los ejecutivos pueden entrar en conflicto. Entre

estos cabe señalar:

1. Las compensaciones de los ejecutivos: comprenden sueldos, gratificaciones, opciones para compra de acciones.
2. La expansión del negocio: implica el derecho a mayores sueldos y a la adquisición de más poder y prestigio por parte de los ejecutivos.
3. El pago de dividendos: ¿el dinero ganado debe quedarse bajo el control de la dirección o pasar a manos de los accionistas?
4. La continuación de la inversión de los accionistas: ¿debe continuar la empresa como antes, aunque no produzca beneficios, o debe retirarse parte del capital o bien liquidarse?
5. La información a los accionistas: ¿deben beneficiarse quienes tienen el control de esa información que generalmente no facilitan a los accionistas?

En cada una de estas cuestiones, la decisión de la dirección es interesada, y por ello se hace necesaria una atenta observación de los accionistas. No queremos decir que no deba confiarse en las directivas corporativas. Por el contrario, los ejecutivos de nuestras grandes corporaciones forman un grupo de hombres que sobrepasan la media en honestidad y en capacidad. Pero esto no significa que haya que darles *carta blanca* en todas las cuestiones que afectan también a su propio interés. Un empresario privado contrata a hombres de confianza, pero no les deja fijar sus propios sueldos ni decidir cuánto capital hay que invertir o sacar del negocio.

Los directivos no siempre están libres de sus propios intereses en lo que respecta a esas cuestiones. En las corporaciones privadas esas cuestiones pasan rápidamente al consejo de administración, elegido por los accionistas y del que son responsables los consejeros. Teóricamente, estos representan los intereses de los accionistas cuando es necesario con respecto al interés de los ejecutivos. Sin embargo, en la práctica, no se puede contar con ello. En muchas empresas una buena parte del consejo de administración está compuesto por ejecutivos a sueldo. Los consejeros que no son ejecutivos suelen estar unidos por vínculos muy fuertes con los presidentes ejecutivos. De hecho, puede decirse que los ejecutivos eligen a los consejeros con mayor frecuencia que estos a los ejecutivos. Por lo tanto, sigue existiendo la necesidad de que los accionistas tengan opiniones críticas e independientes sobre todas las cuestiones en las que el beneficio personal de los ejecutivos pueda estar en contra de ellos. En otras palabras, en este tema no debe prevalecer la presunción de que la dirección tiene un conocimiento y un criterio superior y, por lo tanto, cualquier crítica que hagan los accionistas con buena fe merece respeto.

El abuso en la remuneración de los directivos. Han salido a la luz muchos casos de ciertas acciones cuestionables referidas a remuneración de los directivos. La mayoría de ellos ocurrieron en los años anteriores a 1933. En el caso de Bethlehem Steel Corporation, se pagaron gratificaciones por una excesiva cantidad de dinero; en el de la American Tobacco Company, se adjudicaron a los directivos derechos de compra de acciones por debajo del precio de mercado, con un enorme valor acumulado. Estos privilegios de compra de acciones están fácilmente sujetos a abuso. En el caso de la compañía Electric Bond and Share, la dirección compró muchas acciones muy por debajo del precio de mercado. Cuando más adelante el precio de las acciones se desplomó a una cifra menor al precio de suscripción, se canceló la obligación de pagar las acciones y las sumas que ya se habían pagado se devolvieron a los ejecutivos. En el caso de la compañía White Motor se, siguió un procedimiento similar, que analizaremos más adelante.

Algunas de estas transacciones se explican, y en parte se justifican, por las condiciones excepcionales que se dieron de 1928 a 1932. Otras son inexcusables desde cualquier punto de vista. No obstante, la naturaleza humana es la que es, y estas situaciones no son las menos sorprendentes. No reflejan realmente el carácter de las empresas corporativas sino más bien la imprudencia de dejar esas cuestiones sin ningún tipo de control en manos de quienes se van a beneficiar con sus propias decisiones.

Las nuevas legislaciones han ayudado mucho a desvanecer la bruma de secretismo que envolvía los emolumentos y participaciones accionariales de los directivos corporativos. La información sobre los sueldos, gratificaciones y *stock options* debe analizarse en relación a la oferta de productos financieros, el registro de emisiones en una Bolsa Nacional de Valores, así como con los consiguientes informes de gestión para la Comisión y con la solicitud de poderes.⁴²³

Pese a que estos datos no son completos, serán suficientes para, con fines prácticos, hacer saber a los accionistas cuál es el coste de su dirección. De manera semejante, deberán informarse mensualmente de la participación en acciones de los ejecutivos, de los consejeros y de aquellos que posean el 10% de una emisión de acciones.

Puesto que esta información no es fácilmente accesible al accionista individual, las agencias de estadística podrían mejorar sus ya excelentes servicios adjuntando los datos del sueldo y de las participaciones en

⁴²³ También en las cláusulas de la ley Tributaria de 1936 el Departamento del Tesoro publicó los nombres y las remuneraciones de todos los ejecutivos corporativos que recibieron más de 15.000 dólares en ese año. La ley Tributaria de 1938 exigía estos datos para aquellos salarios que ascendían a 75.000 dólares o más desde principios de 1938.

acciones en sus listas anuales de ejecutivos y consejeros.

En los últimos años, la cuestión de las excesivas remuneraciones de los directivos ha llamado bastante la atención, y el público entiende muy bien que esta es un área en la que los ejecutivos no actúan siempre con la prudencia debida. No es tan fácil darse cuenta de hasta qué punto las mismas limitaciones se ejercen en cuestiones que afectan al uso del capital de los accionistas y del superávit. Hemos aludido a ciertos aspectos de este tema en nuestra exposición sobre las políticas de dividendos (capítulo 29). Debe ser evidente también que la cuestión de incrementar el capital nuevo para expandirse está afectada por el mismo razonamiento que se aplica a la retención de dividendos con esta finalidad.

La decisión de continuar el negocio debe pensarse bien. La tercera cuestión es que retener el capital de los accionistas implica consideraciones básicamente idénticas. La dirección de la empresa es renuente a devolver cualquier parte del capital a sus propietarios, incluso cuando este capital es bastante más ventajoso —y por tanto valioso— fuera del negocio que dentro. Devolver *una porción* del capital (por ejemplo, exceso de efectivo en caja) significa reducir los recursos de la empresa, crear posibles problemas financieros más adelante y seguramente quitar algo de prestigio a sus ejecutivos. Una completa liquidación significa la pérdida del propio trabajo. No se puede pretender, por ello, que los ejecutivos consideren la cuestión de continuar o de liquidar el negocio solamente desde el punto de vista de lo que es mejor para los propietarios. Una vez más debemos hacer hincapié en que los directivos están tan a menudo aliados con los ejecutivos —que son también miembros del consejo de administración— que no se puede pretender que consideren tales problemas simplemente desde el punto de vista del accionista.

De ese modo, parece que la cuestión de si un negocio debe seguir o no se merece a veces una reflexión por parte de sus propietarios, los accionistas. (Hay que señalar que, por su naturaleza legal o formal, se trata de un *problema de propiedad* y no un *problema de dirección*.) Y un motivo lógico para prestarle atención a esta cuestión surge precisamente cuando las acciones se han estado vendiendo durante largo tiempo muy por debajo de su valor de liquidación. Todo esto tiene que significar que o bien el mercado está equivocado en su valoración o la dirección está cometiendo una equivocación al mantener la empresa operativa. Es totalmente correcto que los accionistas pretendan determinar cuál de ambas es la equivocada. Al hacerlo, los puntos de vista y explicaciones de la dirección merecen atención, pero sería ridículo si su opinión en este tema tuviera que aceptarse como concluyente *per se*.

Es lamentable que, en muchos casos en que se atacan las políticas de gestión, las críticas se mezclen con los intereses personales. Esto también puede resultar inevitable, pues hay poco de altruismo en las finanzas. Las guerras contra las direcciones corporativas toman tiempo, energía y dinero. Y no se puede pretender que la gente gaste todo este tiempo, energía y dinero simplemente por hacer bien las cosas. En estas cuestiones las maniobras más impresionantes y dignas de elogio son las de aquellos grupos de accionistas que poseen una importante participación de acciones que proteger y que se ven impelidos a actuar por el interés general de los demás accionistas con menor participación. Las manifestaciones que tienen lugar por esta causa, *sobre cualquier cuestión en que el interés de los ejecutivos y de los propietarios pueda ser opuesto*, son aquellas que escuchan con más respeto los accionistas que no son no directivos.⁴²⁴

Las críticas públicas realizadas por los accionistas, las luchas de poder y los distintos tipos de procedimientos legales son extremadamente vejatorios para los directivos y, en muchos casos, son imprudentes e injustificados. Sin embargo, esto debe considerarse como uno de los inconvenientes que tiene ser directivo corporativo y como parte el precio que ha de pagar el propietario de acciones atento. El público debe aprender a calibrar estas controversias en su justa medida, evaluando la exposición de los hechos y los argumentos razonados. No debe dejarse arrastrar por las simples acusaciones o por personajes irrelevantes.

No podemos dejar el tema de la liquidación sin hacer una referencia al interés vital que tienen en ello los empleados. Examinar esta decisión solo desde el punto de vista de lo que puede ser mejor para la cartera de los accionistas no parece ser muy considerado. Sin embargo, no se va a conseguir nada si tomamos una cosa por otra. Si la razón de seguir adelante con el negocio es ante todo mantener el empleo de los trabajadores, y si ello significa un sacrificio real para los propietarios, estos tienen derecho a saberlo y a afrontar el hecho. No hay que decirles que no sería acertado liquidar el negocio cuando, en verdad, sería provechoso aunque inhumano. Es justo señalar que bajo nuestro actual sistema económico se suele confiar en que los propietarios de un negocio no disipen su capital en beneficio de la continuidad del empleo. En las empresas privadas no es frecuente que se den estas actitudes filantrópicas. Si el sacrificio del capital para este fin contribuye al bienestar económico del país eso es, en general, una cuestión discutible, pero que escapa al ámbito que estamos tratando aquí. Nuestro objetivo ha sido clarificar este

⁴²⁴ Las regulaciones de representación de la Comisión Nacional de Valores buscan facilitar la presentación de puntos de vista opuestos a la dirección mediante el requerimiento a la compañía del envío de solicitudes de representación (e informes explicativos) solicitadas por accionistas individuales, quienes deben pagar el franqueo.

tema y destacar el hecho de que un precio de mercado por debajo del valor de liquidación tiene una significación especial para los accionistas, por lo que debe inducirles a pedir explicaciones a su gerencia.

La dirección debe interesarse por el precio de mercado de las acciones. Los equipos directivos han conseguido evitar muy bien estas cuestiones con ayuda de ese principio consagrado por el tiempo de que los precios del mercado no son un asunto de su incumbencia. Es cierto que los ejecutivos de una empresa no son responsables de las fluctuaciones del precio de sus productos financieros, pero eso no es lo mismo que decir que los precios de mercado nunca deben ser una preocupación de la dirección. Esta idea no solo está equivocada sino que tiene el defecto añadido de ser absolutamente hipócrita. Está equivocada porque la capacidad de los productos financieros de ser negociables es una de las cualidades principales que se consideran a la hora de comprarlos. Sin embargo, esta capacidad no debe presuponer solo el lugar donde han de venderse sino también la oportunidad de venderlas a un *precio justo*. Para los accionistas es tan importante que puedan obtener un precio justo por sus acciones como que los dividendos, beneficios y activos se mantengan e incrementen. De ello se deriva que la responsabilidad de la dirección para actuar en interés de sus accionistas incluya la obligación de evitar que sus productos financieros tengan, en la medida de sus posibilidades, tanto unos precios absurdamente altos como unos precios excesivamente bajos.

Es difícil no perder la paciencia ante la actitud santurróna de muchos ejecutivos corporativos que declaran no conocer siquiera el precio de mercado de sus productos financieros. En muchos casos, tienen un interés personal extremadamente importante en estos precios de mercado, y a veces emplean sus conocimientos internos del mercado para aprovecharse del público general y de sus propios accionistas.⁴²⁵ No es una novedad, sino un reconocimiento con sentido común de cómo son las cosas, lo que nos invita a recomendar que los consejeros delegados asuman como un deber la observación del precio del mercado de sus productos financieros y que se esfuercen en corregir las discrepancias evidentes» de la misma manera que se empeñarían en remediar cualquier otra situación contraria a los intereses de los accionistas.

⁴²⁵ Esto alcanzó unas proporciones tan escandalosas «en los viejos buenos tiempos» que la ley de las Bolsas de Valores de 1934 hizo responsables a los ejecutivos con información privilegiada de los beneficios conseguidos en las compras y ventas, en un período de seis meses. Su cumplimiento debe ser a petición de los accionistas. Esta medida ha sido agriamente criticada en Wall Street como una obstrucción a las actividades legítimas de ejecutivos y consejeros delegados, entre las que se incluye mantener el precio de mercado en momentos críticos. Nuestra opinión es que, siendo ecuánimes, tanto la lógica como el sentido práctico están contra esta medida tal como está formulada ahora. La publicidad de las operaciones —mejor de manera inmediata antes que mensual— debe proporcionar una suficiente salvaguarda contra el fraude y un control de las conductas cuestionables.

Posibles maniobras para corregir los precios de mercado de las acciones. Las formas que deben tomar estos esfuerzos son de diversa índole. En primer lugar» debe llamarse la atención de los accionistas cuando el valor de liquidación y, por lo tanto, el mínimo valor de las acciones sea sustancialmente más alto que el precio de mercado. Si, como normalmente es el caso, los consejeros delegados están convencidos de que continuar es preferible que liquidar, habrán de exponer cuáles son las razones que les han llevado a tomar esa decisión. Una segunda línea de actuación está basada en los dividendos. Debe hacerse un esfuerzo por establecer una tasa de dividendos proporcional al menos al valor de liquidación, con el fin de que los accionistas no sufran una pérdida de ingresos por mantener el negocio con vida. Esto debe hacerse incluso si los beneficios ordinarios son insuficientes, siempre y cuando sean beneficios acumulados y la posición del efectivo sea lo bastante fuerte como para permitir esos pagos.

Un tercer procedimiento consiste en devolver a los accionistas toda la cantidad de capital efectivo que no sea necesaria para dirigir el negocio. Eso debería llevarse a cabo a través de una distribución prorrateada, que suele ir acompañada de una reducción del valor nominal o de una oferta para la compra de cierto número de acciones prorrateadas a un precio justo. Finalmente, el análisis exhaustivo que realicen los consejeros delegados de las diferencias entre rentabilidad y valor de liquidación les conducirá a la conclusión de que una venta o una liquidación de la empresa es el paso correctivo más inteligente, en cuyo caso deberán de actuar en consecuencia.

Ejemplos: compañía Otis, 1929-1939. El modo de proceder de la dirección de la compañía Otis en los años 1929 y 1930 combinaba algunas de estas medidas correctivas. En julio de 1929, el presidente de la empresa envió unas circulares a los accionistas presentando un balance intermedio con fecha 30 de junio y destacando la diferencia que había entre el precio de oferta corriente y el valor de liquidación. En septiembre de ese mismo año —pese a que los beneficios no fueron mayores que antes— los pagos de dividendos se reanudaron, un paso que podían permitirse debido a la gran cantidad de efectivo y el importante superávit de la empresa. En 1930, una buena parte del efectivo, que aparentemente no se precisaba para el negocio, se devolvió a los accionistas mediante una amortización de una pequeña emisión de preferentes y la compensación de 20 dólares por acción ordinaria a cuenta de capital.⁴²⁶

⁴²⁶ Entre otros ejemplos de devolución de parte del capital por empresas que siguieron con el negocio se encuentran: Cuban Atlantic Sugar Company (1938-1939), Great Southern Lumber Company (1927-1937), Keystone Watch Case Corporation (1932— 1933), así como Davis Coal and Coke Company y varias de las compañías de oleoductos de Standard Oil a las

Posteriormente, la empresa se embarcó en una política de liquidación parcial que dio lugar a una serie de pagos a cuenta de capital. De septiembre de 1929, al final de la distribución que se hizo en 1940, se pagó un total de 94 dólares por acción como devolución de capital, así como 84 dólares en dividendos. Como señalamos en el último capítulo, estos pasos fueron muy efectivos para mejorar la situación de los accionistas de Otis durante un período en que otras emisiones sufrían una disminución de valor y, a fin de cuentas, les daban un rendimiento mucho mayor que el que hubieran recibido de haber continuado el negocio.

La compañía Hamilton Woolen. La historia de esta empresa, a partir de 1926, resulta muy interesante para ilustrar este tema, porque sugiere un modelo técnico para poder manejar, por parte de los consejeros delegados, los problemas que afectan a la inversión de los accionistas. En 1927, las continuas pérdidas de explotación de la empresa dieron lugar a un precio de mercado muy por debajo del valor de liquidación. Se corría el riesgo de que las pérdidas continuaran e hicieran desaparecer el capital, pero, por otra parte, existía la posibilidad de mejorar notablemente los resultados en el futuro, sobre todo si se adoptaban una serie de medidas. La dirección de la empresa elaboró un informe dirigido a los accionistas con los argumentos a favor y en contra de la liquidación y les pidió que votaran sobre esta cuestión. Estos votaron por la continuidad del negocio con una nueva dirección de explotación; y la decisión tomada resultó ser inteligente, ya que obtuvieron buenas ganancias y el precio subió por encima del valor de liquidación.

En 1934, sin embargo, la empresa mostró de nuevo una importante pérdida, ocasionada en buena medida por problemas laborales graves. La dirección de nuevo propuso la cuestión de la liquidación a los accionistas y esta vez se votó por dar término al negocio. En poco tiempo se arregló la venta de la empresa y los accionistas recibieron algo más del valor que tenía el activo circulante en noviembre de 1934.

Los detalles de las actuaciones de 1927 fueron particularmente notables. La última decisión —continuar o abandonar— fue puesta en manos de los accionistas; la dirección facilitó la información, manifestó su propia opinión y permitió que dispusieran de una información adecuada desde otros puntos de vista.

Otros ejemplos de liquidación voluntaria. La tabla que exponemos a continuación muestra un hecho obvio pero fundamental, esto es, que con la liquidación (o venta) de los sustanciales activos (particularmente ordinarios) de una sociedad de cartera sin beneficios es, prácticamente

seguro, que se obtenga más que el precio de mercado que existía anteriormente. Por supuesto, la razón es que el precio de mercado se rige principalmente por los beneficios, mientras que los procedimientos de liquidación dependen de los activos.

Empresa	Año en que se votó la liquidación o venta	Precio poco antes del voto de liquidación o venta	Cantidad percibida por acción
American Glue	1930	53 \$	139,00 + \$
I. Benesch & Sons	1939	2 ¹ / ₄	6,63
Federal Knitting Mills	1937	20	34,20
Lyman Mills	1927	112	220,25
Mohawk Mining	1933	11	28,50
Signature Hosiery Pfd	1931	3 ¹ / ₈	17,00
Standard Oil of Nebraska	1939	6	17,50
United Shipyards A	1938	2 ¹ / ₄	11,10*

* A 31 de dic., 1939.

Recompra de acciones prorrateadas entre los accionistas. La dirección de Hamilton Woolen es también elogiada por su actuación en 1932 y 1933, cuando empleó el exceso de capital efectivo para recomprar prorrateando un importante número de acciones a un precio razonable. Esto revocó el procedimiento seguido, en 1929, cuando se ofreció a los accionistas una suscripción de acciones.⁴²⁷

La contracción de los negocios que acompañó a la depresión hizo que este capital adicional ya no fuera necesario y, en consecuencia, fue una iniciativa lógica dárselo de nuevo a los accionistas, a quienes beneficiaba más tenerlo en sus bolsillos que en la caja de la corporación.

Con la compra de acciones en el mercado abierto se abusa de los accionistas. Durante la depresión de 1930-1933, muchas empresas industriales compraron de nuevo sus propias acciones con los activos de excedente de efectivo,⁴²⁸ sin embargo, el procedimiento que se siguió, en

⁴²⁷ En 1929, Hamilton Woolen vendió 13.000 acciones prorrateadas a los accionistas a 50 dólares por acción. En 1932 compró 6.500 acciones prorrateadas a 65 dólares y en 1933, 1.200 acciones a 50 dólares. La Faultless Rubber Company siguió un procedimiento similar en 1934. La compañía Simms Petroleum volvió a adquirir acciones tanto prorrateadas entre los accionistas como en el mercado libre. Las recompras hechas en ambos medios entre 1930 y 1933 agregaron casi un 45% de las acciones en circulación al final de 1929. La compañía Julián and Kokenge (calzado) hizo recompras prorrateadas de acciones ordinarias en 1932, 1934 y 1939.

⁴²⁸ Las cifras publicadas por la Bolsa de Valores de Nueva York en febrero de 1934

general, era bastante objetable. Las acciones se compraban en el mercado libre sin notificárselo a los accionistas. Un sistema que introdujo algunos elementos poco saludables. Se creyó que adquirir las acciones al precio más bajo posible era «por el interés de la corporación», pero la consecuencia fue que a aquellos accionistas que volvieron a vender sus títulos a la compañía se les hizo sufrir unas pérdidas «lo más elevadas posibles», presumiblemente en beneficio de aquellos que controlaban la empresa. Si bien este procedimiento es correcto cuando se trata de recomprar para el negocio otro tipo de activos, no hay garantías éticas ni lógicas cuando se aplica a la compra de acciones de los propios accionistas de la empresa. La dirección es la que está más obligada a actuar con justicia con los vendedores, ya que la propia empresa es compradora.

De hecho, el deseo de volver a comprar acciones baratas puede conducir a la determinación de reducir los dividendos o de no declararlos, sobre todo en tiempos de incertidumbre generalizada. Una actitud de ese tipo constituiría un insulto para prácticamente todos los accionistas, vendieran o no, y es por esa razón por la que hablábamos de la recompra de acciones a un desmesurado bajo precio, como si *supuestamente* solo fuera en beneficio de aquellos que dominan sus intereses.

Ejemplo: White Motor Company. En el capítulo anterior hicimos hincapié en la importante diferencia que había entre el nivel de mercado de las acciones de White Motor en 1931-1932 y el valor de liquidación mínimo de las acciones. Puede resultar instructivo observar cómo las políticas aplicadas por su gerencia contribuyeron notablemente a la creación de una situación tan lamentable para los accionistas.

La compañía White Motors pagó dividendos de 4 dólares por acción (8%) prácticamente desde su incorporación en 1916 hasta 1926. Este período incluía el año de la depresión de 1921, en el que la empresa declaró unas pérdidas de casi 5.000.000 de dólares. Sin embargo, utilizó su superávit acumulado para mantener los dividendos con el fin de evitar que el precio de las acciones cayera por debajo de 29. Cuando volvieron los tiempos de prosperidad, la cotización subió a 72½ en 1924 y a 104½ en 1925. En 1926 se ofreció a los accionistas 200.000 dólares a la par (50 dólares), aumentando así el capital de la empresa en 10.000.000 de dólares, al mismo tiempo que se pagó un dividendo en acciones del 20%.

Apenas habían terminado de pagar este efectivo adicional cuando los beneficios comenzaron a disminuir y los dividendos se redujeron. En 1928, la empresa ganó cerca de 3 dólares (sobre una base consolidada), pero solo se desembolsó 1 dólar. En el ejercicio que terminó el 30 de junio

revelaban que 259 corporaciones que cotizaban en Bolsa habían readquirido parte de sus propias acciones.

de 1931, la empresa perdió cerca de 2.500.000 dólares. El siguiente pago de dividendos se omitió por completo y el precio de las acciones cayó a 7½.

El contraste entre los años 1931 y 1921 es sorprendente. En 1921, las pérdidas fueron mayores, el excedente de pérdidas y ganancias fue inferior, y el efectivo de caja bastante más bajo que en 1931, pero se mantuvieron los dividendos y, en consecuencia, el precio se mantuvo. Una década más tarde, a pesar del exceso de efectivo y de la presencia de importantes beneficios no distribuidos, las pérdidas de explotación de un solo ejercicio fueron suficientes como para persuadir a la dirección de suspender los dividendos y de permitir la constitución de un grotesco bajo precio de mercado por las acciones.

Durante el período anterior y posterior a la omisión del pago de dividendos, la empresa compró activamente sus propias acciones en el mercado libre. Tales compras comenzaron en 1929 dentro de un plan adoptado en beneficio de «aquellos que ocupaban ciertas posiciones directivas». En junio de 1931 se habían comprado cerca de 100.000 acciones a un coste de 2.800.000 dólares. Debido a la no declaración de dividendos, los ejecutivos y empleados fueron relevados de cualquier obligación que hubieran adquirido para pagar estas acciones, y el plan se descartó. En los siguientes seis meses, debido a la caída del precio del mercado, la empresa adquirió 50.000 acciones adicionales en el mercado a un promedio de unos 11 dólares por acción. El total de valores en cartera de 150.000 acciones fue retirado y cancelado.

Estos hechos, que hemos expuesto aquí brevemente, ilustran los posibles vicios que son inherentes al hecho de permitir a los equipos directivos ejercer poderes discrecionales en la compra de acciones con los fondos de la empresa. Observemos el lamentable contraste entre el tratamiento que recibieron los directivos de White Motor y el que se dispensó a sus accionistas. Se compró una gran cantidad de acciones en beneficio de estos empleados a lo que parecía ser un buen precio. Todo el dinero para esas acciones fue provisto por los accionistas. Si el negocio hubiera mejorado, el valor de las acciones se hubiera incrementado y todos los beneficios hubieran ido a parar a los empleados. Cuando las cosas empeoraron «aquellos que ocupaban ciertas posiciones directivas» fueron eximidos de las pérdidas y todo el peso recayó sobre los accionistas.⁴²⁹

En las transacciones realizadas *directamente con los accionistas*,

⁴²⁹ En la venta de Studebaker de 1933, los consejeros delegados apartaron 15.000 acciones en cartera como donación para sus hombres clave de la organización. Algunos accionistas de White entablaron un juicio para anular esta donación y el juicio convino el pago de 31 céntimos por acción de White que no hubieran sido adquiridas por Studebaker.

podemos observar que White Motor solicitó, en 1926, 10.000.000 de dólares en capital nuevo. Podemos observar que algo de este capital adicional (no necesario para financiar ventas) fue empleado en volver a comprar muchas de estas acciones a una quinta parte del precio de suscripción. La no declaración de dividendos fue el factor decisivo que hizo posible estas recompras a precios tan bajos. Los hechos contados así, sin más datos, podrían hacer sospechar al accionista de que la omisión de dividendos estaba relacionada, de alguna manera, con la pretensión de reducir el precio de las acciones. Si la razón de no pagar dividendos era una manera de preservar el efectivo, entonces no puede entenderse por qué si había dinero disponible para comprar no hubo beneficios distribuidos durante quince años anteriores.

El espectáculo de una empresa extremadamente rica en efectivo, que omite pagar dividendos con la finalidad de impulsar a sus desesperados accionistas a vender a un precio ruinoso, no es un hecho muy agradable de contemplar.

Westmoreland Coal Company: otro ejemplo. Una muestra reciente de la dudosa ventaja con que cuentan los accionistas en los planes de recompra de acciones ordinarias en el mercado libre es el caso de la Westmoreland Coal. En los diez años que abarcan de 1929 a 1938 esta empresa declaró unas pérdidas netas acumuladas que ascendían a 309.000 dólares, o, 1,70 dólares por acción. Sin embargo, estas pérdidas resultaron —después de deducir los fondos para depreciación y agotamiento por un total de 2.658.000 dólares— ser, con creces, el desembolso de nuevo capital. De ese modo, la posición del efectivo de la empresa mejoró considerablemente durante este período, a pesar del pago irregular de dividendos acumulados de 4,10 dólares por acción.

En 1935, según su ejercicio anual, la empresa comenzó a recomprar sus propias acciones en el mercado libre. Al finales de 1938 había adquirido de ese modo 44.634 acciones, que eran más del 22% del total de la emisión. El precio medio pagado fue de 8,67 dólares por acción. Observemos el hecho de que este precio medio pagado era inferior a la mitad de la *participación en valores de cartera de activos disponibles* por acción, sin contar los otros importantes activos tangibles. Observemos también que en ningún momento entre 1930 y 1939 las acciones se llegaron a vender tan altas como su efectivo en caja. (A finales de 1938 la empresa declaró un total de 2.772.000 dólares de efectivo y valor negociable, mientras que toda la emisión de acciones se vendió a 1.400.000 dólares.)

Si esta situación se analiza, se observa claramente que:

1. El bajo precio de mercado de las acciones se debió a la falta de

beneficios y a la irregularidad de los dividendos. Bajo estas condiciones, el precio cotizado no podía reflejar los importantes efectivos en caja teóricamente disponibles para las acciones. Estas se venden sobre beneficios y dividendos y no sobre los valores de activo disponible, salvo que haya en perspectiva una distribución de estos activos disponibles.

2. La verdadera obligación de la dirección es reconocer la realidad de la situación y hacer todo lo que esté en sus manos por proteger a cada uno de los accionistas contra la depreciación sin garantía de su inversión y particularmente para evitarles que sacrifiquen innecesariamente una buena parte del valor de sus acciones. Es posible que estos sacrificios se generalicen cuando existan condiciones de este tipo, porque muchos accionistas, impulsados por la necesidad de obtener ingresos regulares o por una visión pesimista del sector del carbón, venderán a lo que les den.
3. La anomalía de un excepcional efectivo en caja y un precio de mercado absurdamente bajo era obviamente evitable. El que la empresa tuviera más efectivo de lo necesario se reconoce por el hecho de que tenía dinero disponible para comprar acciones baratas, incluso aunque esto no se evidenciara al realizar un análisis de la anómala relación entre el efectivo en caja y los negocios hechos durante el año.
4. Todo el efectivo que sobraba debería haber sido devuelto prorrateado a los accionistas. No fue justo para muchos de ellos, que se vieron obligados a vender por necesidad o ignorancia, que se empleara parte de ese dinero en comprar acciones. Se favoreció a aquellos lo bastante fuertes como para mantener sus acciones indefinidamente. De manera particular salieron beneficiados los que controlaban la empresa, porque *en su caso* podían disponer fácilmente del efectivo de la empresa aplicable a sus acciones si lo hubieran necesitado (ya que podían decidir una distribución). Precisamente porque esta situación no era igual para el resto de accionistas, el mercado redujo drásticamente el valor de su efectivo cuando lo soportó la empresa en lugar de ellos mismos.⁴³⁰

⁴³⁰ En este caso, hay dos factores adicionales que merecen mencionarse brevemente. Por los terrenos alquilados de la mina de carbón, la empresa tenía una obligación de alquiler de 10 céntimos por tonelada, y de no menos de 189.000 dólares anuales. Este pasivo sirvió de argumento adicional, además de los normales, para mantener una posición cómoda en cuanto al efectivo, aunque no podía justificar la inmovilización de mucho más efectivo de lo que valía toda la empresa entre 1930 y 1939.

En octubre de 1929, la empresa solicitó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores finalizar la compra-venta de sus acciones en la Bolsa de Valores de Filadelfia y en el mercado libre de la New York Curb Exchange, dando a entender que la irregularidad de las

Resumen y conclusión. Después de padecer situaciones tan poco saludables durante los agitados años de 1928 a 1930, la relación entre los accionistas y la dirección se ha regulado mediante mecanismos de control surgidos tanto de las normativas de la Comisión Nacional de Valores como de un apreciación generalizada más crítica. Pese a que prácticamente han caído en el olvido, debemos señalar algunos hechos fundamentales: según la ley las sociedades son simples criaturas, que son propiedad de los accionistas; los ejecutivos son solo empleados pagados por los accionistas; los consejeros delegados, no importa cómo hayan sido elegidos, son virtualmente fideicomisarios, cuyo deber legal es actuar únicamente en beneficio de los propietarios del negocio.⁴³¹

Para que estas afirmaciones sean más útiles en la práctica, es necesario que el público que posee acciones se informe con la finalidad de obtener una idea más clara de lo que son los verdaderos intereses de los accionistas en temas como las políticas de dividendos, los planes de expansión, el uso del dinero corporativo para la recompra de acciones, los diversos métodos de compensación de los directivos y la cuestión fundamental de si el capital de los propietarios debe quedarse en el negocio o si los accionistas deben sacar una parte del suyo o todo.

transacciones podía ser la responsable de su excesivo bajo precio. El lector juzgará si, en esas circunstancias, la difícil situación de los accionistas se aliviaría o no destrozando el mercado establecido de sus acciones. (Esta solicitud se retiró más tarde.)

⁴³¹ La dirección de la compañía American Telephone and Telegraph ha afirmado repetidamente que se considera fideicomisaria en la misma medida de los intereses de sus accionistas, empleados y del público. Una política de esta clase si se declara con franqueza y se practica sinceramente no puede ser criticada en el caso de una empresa casi municipal. Pero, dado el negocio habitual de la compañía, el tema de discusión sería más bien si la dirección está actuando como fideicomisaria de los accionistas o como fideicomisaria de sí misma.

Capítulo 45

Análisis del balance (conclusión)

En los capítulos anteriores hemos expuesto las situaciones en las que el balance parecía justificar un precio más alto que el del mercado. Sin embargo, la finalidad más frecuente del análisis del balance es la de detectar la situación opuesta, es decir, la presencia de alguna debilidad financiera que pueda restar valor a la especulación o a los méritos especulativos de una emisión. Los compradores de acciones prudentes suelen analizar con minuciosidad el balance para comprobar si el efectivo es el adecuado, si los activos circulantes soportan un apropiado ratio de pasivo corriente y si hay algún endeudamiento próximo a su vencimiento que pueda convertirse en un problema de refinanciación.

Capital circulante y deudas de vencimiento

Normas básicas referentes al capital circulante. No podemos decir cuánto efectivo debe mantener una sociedad. Debe ser el inversor quien se forme su propia opinión en lo referente a cuánto se necesita en cada caso concreto y también sobre cómo debe estimarse una aparente deficiencia de efectivo. En el tema del *ratio de capital circulante*, se calculaba un mínimo de 2 dólares de activo circulante para 1 dólar de pasivo corriente, ya que este era el criterio estándar de las empresas industriales.

Sin embargo, desde finales de la década de 1920, surgió, en muchos países, la tendencia hacia una posición del capital circulante más fuerte, por lo que ahora la gran mayoría de las sociedades industriales muestran un ratio muy por encima del 2 por 1. En la actualidad, existe cierta tendencia a creer que se debe sospechar de ⁴³² una empresa que esté por debajo de la media de su grupo.⁴³³ Consideramos que esta idea tiene algo

⁴³² Véase la nota 61 del Apéndice para datos globales sobre las sociedades industriales que cotizaban en la Bolsa de Valores de Nueva York a finales de 1938. Véase también la compilación anual de *Moody's Manual of Industriáís*.

⁴³³ Véase Roy A. Foulke. *Signs of the Times*, pp. 17-19, 25 y sig., Nueva York 1938; y Alexander Wall, *How to Evalúate Financial Statements*, pp. 82-97, Nueva York, 1936. Obsérvese, sin embargo, la crítica que hace Wall al hecho de utilizar como base comparativa las simples medias aritméticas.

de falacia lógica, ya que necesariamente penaliza la mitad más baja de cualquier grupo, a pesar de lo satisfactoria que pueda verse su proyección como tal. No podemos proponer mejor cifra que la de 2 por 1 como *categorico test cuantitativo* que acredite una posición financiera cómoda. Como es natural, el inversor se mostrará a favor de las empresas que sobrepasen con mucho este requisito mínimo, pero el problema es si *debe* exigirse o no un ratio más elevado como condición de compra, de tal manera que una emisión, que de otra manera sería satisfactoria, podría ser rechazada si los activos circulantes fueran solo dos veces los pasivos corrientes. Dudamos sobre la conveniencia de recomendar esta regla, pero tampoco podemos proporcionar otra cifra que sirva como norma.

Una segunda medida de la capacidad financiera es la denominada «prueba de liquidez», que precisa que el activo circulante *exclusivo de inventarios* sea por lo menos igual que el pasivo circulante. Normalmente, lo que el inversor espera de una empresa es que cubra tanto la prueba del 2 por 1 como la de liquidez. Si no cumple con ninguno de los dos criterios en una emisión de acciones ordinarias, lo que ocurre en muchos casos, se repercutirá sobre el estado de la inversión —como ocurriría en caso de bonos o acciones preferentes— y desde el punto de vista especulativo constituirá un argumento contra la compra del título.

TABLA 45.1
Empresa Archer-Daniels-Midland

Partida	30 de junio, 1933	30 de junio, 1932
Activo disponible	1.392.000 \$	3.230.000 \$
Activo exigible	4.391.000	2.279.000
Existencias	12.184.000	4.081.000
Activo circulante total	17.967.000 \$	9.590.000 \$
Pasivo corriente	8.387.000	778.000
Capital circulante	9.580.000 \$	8.812.000 \$
Capital circulante excluyendo existencias	-2.604.000	+4.731.000

Excepciones y ejemplos. Como ocurre con todas las reglas arbitrarias de este tipo, deben hacerse excepciones cuando las circunstancias así lo exigen. Consideremos, por ejemplo, la actual situación de la empresa Archer-Daniels-Midland a 30 de junio de 1933, y comparémosla con las cifras de los ejercicios anteriores.

La posición de esta empresa a 30 de junio de 1933 era menos próspera que en el ejercicio anterior, y, según los criterios normales, se hallaba un

poco extralimitada. Sin embargo, en este caso, el incremento de efectos a pagar representaba una vuelta a la práctica habitual del sector del aceite vegetal, según el cual se incurre en importantes préstamos estacionales para el traslado de granos y suministros de linaza. Por eso, al analizarlo, el analista no consideraría preocupante la situación que se muestra en el balance de 1933.

Otros ejemplos para cotejar este aspecto nos los proporcionan las empresas Douglas Aircraft y Stokely Brothers and Company durante los ejercicios de 1936 a 1938.

TABLA 45.2
Comparativa del capital circulante (en miles)

Partida	Stokely Brothers and Company			Douglas Aircraft Company		
	31 de mayo			30 de noviembre		
	1936	1937	1938	1936	1937	1938
Activo circulante:						
Efectivo y activo exigible	2.274 \$	2.176 \$	1.827 \$	2.885 \$	2.559 \$	4.673 \$
Existencias	5.282	7.323	6.034	6.392	12.240	4.084
Total	7.556 \$	9.499 \$	8.861 \$	9.277 \$	14.749 \$	8.757 \$
Pasivo corriente:						
Efectos a pagar	2.000 \$	2.000 \$	2.500 \$	1.390 \$	5.230 \$	
Otros	1.527	1.286	1.320	1.179	3.183	2.129
Total	3.527 \$	3.286 \$	3.820 \$	2.569 \$	8.413 \$	2.129 \$
Préstamos bancarios de 1-3 años		3.000	3.000			
Total pasivo corriente más efectos de 1-3 años	3.527	6.286	6.820	2.569	8.413	2.129
Beneficios netos del ejercicio	1.382	353(d)	713(d)	976	1.082	2.147

La situación de Douglas Aircraft en 1937 no era una cuestión estacional, como en el caso de Archer-Daniels-Midland, sino que surgió tras recibir un cierto tipo de órdenes que requerían un considerable capital de explotación. En una auditoría, el investigador tendría que convencerse de que la necesidad de un préstamo bancario era posiblemente temporal y de que, en cualquier caso, el nuevo negocio era lo bastante rentable como para que cualquier financiación resultara sencilla. El panorama de Stokeley era bastante diferente, ya que la importante deuda viva había aumentado a causa del incremento de existencias dentro de un mercado que era poco próspero. Por lo tanto, en mayo de 1937, el balance de

Stokeley, tal como puede observarse en tabla, indicaba una seria advertencia para el accionista de ordinarias y preferentes.

Unos años después, la Douglas Aircraft pagó sus créditos bancarios mostrando un coeficiente de liquidez de 4 por 1. Stokely suspendió sus dividendos de acciones preferentes en octubre de 1938 y, en ese año, el precio de la emisión cayó de 21 (25 dólares a la par) a 10.

Como señalamos al tratar de la selección de bonos (capítulo 13), no hay ningún requisito convencional como los que hemos expuesto que pueda aplicarse a las empresas ferroviarias y a las de servicios públicos. No debe deducirse por ello que el anexo explicativo sobre el capital circulante de estas empresas sea completamente irrelevante —pronto se observará que es lo contrario— sino que no hay ninguna fórmula definida que lo ponga a prueba.

Las grandes deudas bancarias son a menudo un signo de fragilidad. Las dificultades financieras van casi siempre precedidas de la presencia de préstamos bancarios o de otra deuda contraída en poco tiempo. En otras palabras, no es frecuente que una situación financiera frágil se haya creado solamente con deudas comerciales. Esto no significa que una deuda bancaria sea un mal signo en sí mismo; el uso de una razonable cantidad de crédito bancario —particularmente para necesidades estacionales— no solo es legítimo sino deseable. No obstante, siempre que el estado contable muestre la partida de efectos y pagarés por pagar, el analista debe someter el cuadro financiero de la empresa a un análisis más exhaustivo que en aquellos casos en los que el balance esté «limpio».

El auge económico que tuvo lugar en la posguerra de 1919 se caracterizó por un enorme incremento de existencias a precios elevados, financiadas en gran medida con préstamos bancarios. La caída de los precios de los productos básicos en 1920-1921 provocó que estos préstamos se convirtieran en un gran problema. Sin embargo, la depresión de 1930 tuvo unas características diferentes. Los empréstitos industriales de 1929 habían sido muy pequeños, debido, en primer lugar, a la ausencia de productos básicos o a la especulación con las mercancías, y en segundo lugar a las enormes ventas de acciones para proveerse de capital circulante adicional. (Naturalmente hubo excepciones tan notables como la de la empresa Anaconda Copper Mining que, a finales de 1929, tenía una deuda bancaria de 35.000.000 de dólares, que tres años después aumentó a 70.500.000 dólares.) Los grandes empréstitos bancarios fueron más frecuentes entre las ferroviarias y las empresas de servicios públicos. Estos eran contraídos para pagar adiciones de bienes, hacer frente a deudas con vencimiento o —en el caso de algunos ferrocarriles— para gastos

bancarios fijos no vencidos. Lo que se pretendía en estos casos era que los préstamos bancarios fueran devueltos mediante una financiación permanente, pese a que, en muchos casos, este financiamiento se demostró imposible y dio lugar a la intervención de una sindicatura de quiebra. Así fue como se precipitó la caída de Insull, un sistema de sociedades de cartera de empresas públicas.

Ejemplos: Es difícil imaginar con qué recelo tuvo que haber contemplado el inversor o especulador los 68.000.000 de dólares de préstamos bancarios reflejados en el balance del New York Central a finales de 1932 o los efectos por pagar de 69.000.000 de dólares adeudados por la empresa Cities Service a 31 de diciembre de 1931, si bien seguramente se ignoraron tales signos adversos. Una mente conservadora lo hubiera tomado como un importante argumento contra cualquiera de los productos financieros de las empresas que se encontraban en esa situación, salvo quizá las emisiones que se vendían a un precio tan bajo como para constituir una apuesta permitida y apetecible. Por supuesto que cuando mejoraran las condiciones se podrían pagar esos préstamos, pero la lógica nos indica que la mejoría es eventual mientras que los préstamos bancarios son muy reales e intimidan.⁴³⁴

Cuando los beneficios de una empresa son sustanciosos, no es frecuente que los préstamos bancarios la conduzcan a la insolvencia. Pero si el refinanciamiento es impracticable —como con frecuencia ocurrió en el período de 1931 a 1933—, los prestamistas pueden pedir la suspensión de dividendos con el fin de disponer de todos los beneficios para reducir la deuda. Es por esta razón que los dividendos de las ordinarias de la Brooklyn-Manhattan Transit Corporation se dejaron de pagar en 1932 y los dividendos de acciones preferentes de la New York Water Service Corporation se omitieron en 1931, aunque ambas empresas declaraban tantos beneficios como en los ejercicios anteriores.

Los problemas financieros corporativos que provocó la recesión de 1937-1938 no fueron comparables a los que surgieron en las dos depresiones previas. Hay una diferencia importante entre los mercados de valores de 1919-1921 y de 1937-1938. En cuanto a la bajada de precios, esta fue mayor —tanto en dólares como en términos de porcentaje— en el período más reciente que en el desplome de la posguerra, aunque intrínsecamente la recesión de 1937-1938 fue de mucha menor importancia, ya que tuvo un efecto muy leve en la situación de las

⁴³⁴ Una mejoría general en los negocios, más dinero barato (más, en el caso de los ferrocarriles, el optimismo de los inversores producto de su desinformación) hicieron posible que entre 1931 y 1933 muchas empresas financiaran préstamos bancarios que parecían peligrosos.

empresas estadounidenses.⁴³⁵ Esto debe tomarse como un signo bastante inquietante de que las acciones estuvieron creciendo de una forma más irracionalmente sensible a las fluctuaciones de los negocios, lo que podríamos atribuir a la desaparición de la línea divisoria que distinguía a los inversores de los especuladores de acciones.

Endeudamiento intercorporativo. La deuda viva de una empresa madre con una filial es teóricamente tan grave como cualquier otro pasivo a corto plazo, aunque en la práctica no acaba con una embarazosa reclamación de pago.

Ejemplo. Desde 1930 United Gas Corporation debía 26.000.000 de dólares de una cuenta de crédito con pagos aplazados con su filial Electric Bond and Share Company (por eso declaraba constantemente un importante exceso de pasivo corriente por encima de su activo circulante). Sin embargo, esta deuda no le había impedido pagar dividendos preferentes entre 1936 y 1939. Sin embargo, en 1932, en que tuvo mayores beneficios que en 1939, fue obligada a suspender los dividendos principales porque tenía importantes créditos bancarios, además, de su deuda con la empresa filial. Naturalmente, el comprador conservador hubiera preferido ver las obligaciones de la filial de otra manera que no fuera como pasivo corriente.

El peligro de la proximidad del vencimiento de una deuda consolidada. Una emisión de bonos cuyo plazo se vence en breve tiempo constituye un problema financiero crítico cuando los resultados de explotación no son buenos. Los inversores y especuladores deben considerar seriamente la situación cuando se descubre esto en el balance. El vencimiento de una deuda consolidada es una causa muy frecuente de insolvencia.

Ejemplos. La empresa Fisk Rubber fue intervenida por una sindicatura de quiebra a finales de 1930 por su incapacidad de cancelar una emisión de pagarés de 8.000.000 de dólares. En 1933, la insolvencia de la empresa Colorado Fuel and Iron y de la empresa Chicago, Rock Island and Pacific Railway estuvieron muy relacionadas con una importante emisión de bonos que vencía en 1934. La incoherencia de los especuladores puede observarse en el precio de 54 dólares estipulado por la emisión de preferentes en junio de 1933 de la Colorado Fuel and Iron, cuando su emisión de bonos a corto plazo (Colorado Industrial Company 5s, con vencimiento en 1934, garantizada por la empresa matriz) se vendió por 45, un *rendimiento indicado muy por encima de 100% anual*. Este precio de los bonos fue casi el indicio de los problemas que luego se

⁴³⁵ El caso de Stokely es una excepción, pero sorprendentemente hubo pocos de este tipo.

desencadenarían. No poder cubrir el vencimiento significaría, con toda probabilidad, la insolvencia (no había manera de contar con una ampliación voluntaria) y el peligro de la desaparición total de las emisiones de acciones. Es típico de los especuladores el ignorar estos riesgos tan obvios como sufrir grandes pérdidas por su falta de atención. (Dos meses después, con el anuncio de la sindicatura de quiebra, el precio de las acciones preferentes cayó a $17\frac{1}{4}$.)

En 1929, la New York, Chicago and St. Louis Railroad se vio enfrentada a continuos problemas financieros a causa de la venta de una emisión de pagarés a tres años. Desde su primer vencimiento en 1932, este fue repetidamente ampliado bajo la amenaza de una sindicatura de quiebra como alternativa. Típico de esta despreocupación de los especuladores por los problemas financieros fue la evolución de las acciones preferentes de esta empresa del $18\frac{1}{2}$ al $45\frac{3}{4}$ en 1939, con respecto a un precio bajo de ese ejercicio de solo 50 por los efectos que debía en 1941.

Incluso cuando la empresa pueda hacerse cargo del vencimiento de la deuda, debe tomarse en cuenta el posible coste de refinanciamiento.

Ejemplos. Podemos ilustrar este punto con la emisión por 14.000.000 de dólares de la American Rolling Mili Company de pagarés al $4\frac{1}{2}\%$, con vencimiento a 1 de noviembre de 1933. En junio de 1933, los pagarés se vendieron a 80, lo que significaba un rendimiento anual de cerca del 75%. Al mismo tiempo, las acciones ordinarias evolucionaron de 3 a 24 y representaban en ese momento una valoración del total de ordinarias de más de 40.000.000 de dólares. Los especuladores que compraron las acciones debido a la mejoría del sector del acero no consideraron el hecho de que, con el fin de reembolsar los pagarés en el mercado más bajo que existía en aquel momento para las nuevas emisiones, se les iba a ofrecer un atractivo privilegio de conversión. Necesariamente esto repercutiría en contra de los posibles beneficios de las ordinarias. Y así ocurrió, pues se ofreció un cambio de los pagarés al $4\frac{1}{2}\%$ por una nueva emisión de pagarés al 5% convertible en acciones al 25. El resultado fue un precio de 101 por los pagarés de agosto de 1933 con respecto a un precio de 21 por las acciones ordinarias; y un precio de 15 por las acciones el 1 noviembre de 1933 cuando los pagarés fueron emitidos a la par.

El inminente vencimiento de una emisión de bonos es importante para los accionistas de cualquier empresa con productos financieros, incluyendo la deuda hipotecaria principal por delante de la emisión con vencimiento, ya que incluso los bonos precedentes se verán afectados con toda probabilidad si la empresa no puede hacerse cargo de la emisión subordinada. Este punto se ilustra de manera notable con la primera hipoteca de 8s de la empresa Fisk Rubber con vencimiento en 1941. Pese a

que se consideraba que estaban en mejor posición que los inseguros pagarés de 5½%, sus accionistas sufrieron la sindicatura ocasionada por el vencimiento de los 5½. El precio de los de 8s bajó del 15 a 16 en 1932.⁴³⁶

Préstamos bancarios con vencimiento intermedio. La combinación de tasas muy bajas de interés y de la reducción de los préstamos normales de bancos comerciales ha producido en los últimos años un nuevo fenómeno: préstamos bancarios de dinero a las sociedades, reembolsables durante unos años. La mayor parte de estos préstamos son contraídos con el propósito de cancelar emisiones de bonos (como la Commercial Investment Trust Corporation en noviembre de 1939) e incluso acciones preferentes (como la compañía Archer-Daniels-Midland en 1939). En algunos casos, estos préstamos se han hecho con capital circulante adicional (como la compañía Western Auto Supply en 1937) o para reponer créditos bancarios ordinarios a corto plazo (American Commercial Alcohol, Stokely Brothers). En la mayoría de los casos está estipulado o se espera que los préstamos se cancelen en plazos anuales.

Desde el punto de vista del análisis financiero, estos créditos bancarios se asemejan a los pagarés a corto plazo que solían venderse al público como algo habitual de la financiación corporativa. En parte, este crédito debe considerarse igual al pasivo corriente y, en parte, igual a la deuda de vencimiento anticipado. No constituye ningún peligro ni que la posición del activo circulante sea tan fuerte que los préstamos sean fácilmente cargados como pasivo corriente, ni que la rentabilidad sea tan grande y segura como para que la refinanciación sea un problema. Sin embargo, si no se produce ninguna de estas condiciones (como en el ejemplo de Stokely de la tabla 45.2), el analista deberá detectar la presencia de una cantidad sustancial de deuda bancaria intermedia como una potencial amenaza a los dividendos o incluso a la solvencia de la empresa.

No es necesario extenderse demasiado en la necesidad primordial de examinar el balance ante posibles saldos deudores como los préstamos bancarios u otras deudas a corto plazo.

Comparación de los balances durante un período de tiempo

Esta parte tan importante del análisis financiero debe considerarse desde tres ángulos:

1. Como una comprobación de los beneficios declarados por acción.
2. Para determinar el efecto de las pérdidas (o ganancias) en la situación financiera de la empresa.

⁴³⁶ Véase otras referencias de las dos emisiones de bonos de Fisk en los capítulos 6, 18 y 50.

3. Para rastrear la relación entre los recursos de la empresa y su rentabilidad durante un largo período de tiempo.

Comprobación de los beneficios declarados por acción a través del balance. En parte ya hemos usado esta técnica en las fases del análisis financiero correspondientes. Por ejemplo, en el capítulo 36, expusimos un caso de la primera característica al comprobar los beneficios declarados de la American Commercial Alcohol Corporation de 1931 y 1932. Para dar un ejemplo que cubra un período mayor, presentamos la siguiente comparación del promedio de beneficios de la empresa United States Industrial Alcohol durante la década de 1929 a 1938, tal como se muestra en las cifras declaradas por acción y como señalan los cambios de su patrimonio neto en el balance.

TABLA 45.3
U. S. Industrial Alcohol Company, 1929–1938
1. Beneficios netos declarados

1929	4.721.000 \$	*por acción: 12,63 \$
1930	1.105.000	2,95
1931	1.834.000(d)	4,90(d)
1932	176.000	0,47
1933	1.393.000	3,56
1934	1.580.000	4,03
1935	844.000	2,15
1936	78.000	0,20
1937	456.000(d)	1,17(d)
1938	668.000(d)	1,71(d)
Total de 10 ejercicios	6.782.000 \$	18,21 \$

*Según indicaba la empresa en su informe anual.

2. Divergencia entre tales beneficios y la cuenta de superávit

Beneficios netos 1929–1938, según declarado	6.782.000 \$
Menos beneficios distribuidos	<u>5.959.000</u>
(A) Saldo anotado en el superávit	823.000
Superávit ganado a 31 de dic., 1928	14.214.000
Menos coste por amortización del activo fijo 1 dólar en 1933.....	<u>455.000</u>
Ajuste de superávit ganado a 31 de dic., 1928	13.759.000
Superávit ganado y Reserva para imprevistos, a 31 de dic., 1938	<u>5.736.000</u>
(B) Reducción del superávit en el balance.....	8.023.000
Discrepancia entre los beneficios mostrados en las cuentas de resultados y las indicadas en el balance	8.846.000 \$

3. Explicación de la divergencia

Cargos hechos al superávit y no deducidos de la cuenta de resultados de donde la compañía contabilizó los beneficios por acción:

Reducción de precios de existencias.....	4.500.000 \$
Amortización y reducción del valor contable de varios activos	3.969.000
Neto, ajustes varios	<u>377.000</u>
	8.846.000 \$

Sumado a lo anterior» la empresa redujo el valor contable de sus activos fijos a 1 dólar en 1933 mediante un cargo de 19.301.000 dólares de los que 18.846.000 dólares fueron sacados de la cuenta de capital y del superávit. Los gastos de amortización fueron, desde 1932, hasta tal punto insuficientes, debido a la reducción del valor contable (véase capítulo 36), que los beneficios declarados durante el período fueron, además, sobreestimados.

4. Actualización de los beneficios de 1929 a 1938

Beneficios de la cuenta de	6.782.000 \$
Menos cargos al superávit	8.846.000
Beneficios corregidos del período	2.064.000(d) \$

5. Comparación del capital de explotación: 1938 y 1928

Capital de explotación neto 31 dic., 1928	11.336.000 \$
Capital de explotación neto 31 dic., 1938	8.144.000
Reducción durante 3 ejercicios	3.192.000 \$
Suma de las ventas de acciones	6.582.000
Merma real del capital de explotación durante el período	9.774.000 \$

No es preciso extenderse más, ya que muchos de los temas que afectan al análisis precedente se trataron en los capítulos 31 a 36. Prácticamente todos los cargos hechos al superávit entre 1929 y 1938 (excepto la reducción del valor contable del activo fijo a 1 dólar) representaron una disminución real de la rentabilidad declarada por la United States Industrial Alcohol durante este período de diez años. Es posible, también, que el superávit hubiera mermado considerablemente más si el activo fijo hubiera sido llevado hasta una cifra idónea y si se hubiera hecho un gasto de amortización apropiado desde 1932. El hecho de que el capital circulante de la empresa se redujera en 3.192.000 dólares, pese a recibir 6.582.000 dólares por la venta de acciones adicionales, es una prueba de que la empresa, en realidad, perdió dinero antes de dividendos durante esos diez años, en lugar de obtener un excedente sobre los dividendos como declaró.⁴³⁷

Comprobación del efecto de las pérdidas o las ganancias sobre la situación financiera de la empresa. En el capítulo 43 se mostraba un ejemplo de este problema al comparar los balances de 1929 a 1932 de las empresas Manhattan Shirt Company y Hupp Motor Car Corporation, respectivamente. A continuación, haremos una comparativa similar con el análisis del informe de las empresas Plymouth Cordage y H. R. Mallinson and Company durante el mismo período de 1929 a 1932.

Ejemplos:

⁴³⁷ El análisis del informe de Stewart Warner Corporation correspondiente a 1925- 1932, que conduce a similares conclusiones, aparecía en nuestra edición de 1934 al tratar este punto. Cp. W. A. Hosmer, *The Effect of Direct Charges to Surplus on the Measurement of Income, Business and Modern Society*, editado por M. P. McNair y H. T. Lewis. pp. 113-151, Harvard University Press, 1938.

Partida	Plymouth Cordage Co.	H. R. Mallinson & Co.
Beneficios declarados:		
1930	288.000 \$	1.457.000(d) \$
1931	25.000	561.000(d)
1932	233.000(d)	200.000(d)
Total (de 3 ejercicios) beneficios	80.000 \$	2.218.000(d)
Dividendos	1.348.000	66.000
Cargos al superávit y reservas	2.733.000	116.000
Disminución del superávit y reserva durante 3 ejercicios	4.001.000 \$	2.400.000 \$

TABLA 45.4
Balances comparativos (en miles)

Partida	Plymouth Cordage		H. R. Mallinson	
	31 de septiembre		30 de diciembre	
	1929	1932	1929	1932
Activos fijos y diversos (neto)	7.211 \$	5.157 \$	2.539 \$	2.224 \$
Activo disponible	1.721	3.784	526	20
Activo exigible	1.156	668	1.177	170
Existencias	8.059	3.150	3.060	621
Total activos	18.147 \$	12.759 \$	7.302 \$	3.035 \$
Pasivo corriente	982 \$	309 \$	2.292 \$	486* \$
Acción preferente			1.342	1.281
Acción ordinaria	8.108	7.394	500	500
Fondos de reserva y otros	9.057	5.056	3.168	768
Total pasivo	18.147 \$	12.759 \$	7.302 \$	3.035 \$
Activo disponible neto	9.954 \$	7.298 \$	2.471 \$	357 \$
Activo circulante neto excepto	1.895	4.143	589(d)	264(d)

* Incluyendo 32.000 dólares de pasivos diferidos.

A pesar de la importante disminución del superávit durante estos ejercicios, la situación financiera de la Plymouth Cordage fue más fuerte al final del período que al principio, y el valor de liquidación por acción (a diferencia del valor contable) fue probablemente más alto. Por otra parte, las pérdidas de Mallinson casi despojaron a la empresa de su capital de explotación, creándose así un serio obstáculo para el restablecimiento de

su rentabilidad anterior.

El cargo de pérdidas en las existencias puede consolidar la situación financiera. Es obvio que las pérdidas que están únicamente representadas por un descenso en la cuenta de existencias no son tan graves como aquellas que deben financiarse mediante un incremento del pasivo corriente. Si la disminución de las existencias excede a las pérdidas —entonces se produce un aumento real de efectivo o una reducción de los pagables—, aunque sea paradójico, puede afirmarse que la posición financiera de la empresa se ha consolidado a pesar de haber sufrido pérdidas. Tal razonamiento tiene una aplicación concreta al analizar las emisiones que se venden a un precio inferior al valor de liquidación. Hemos de recordar que al estimar el valor de liquidación se toma el 50 o el 75% de la cifra de existencias que aparece en el balance, incluso aunque la última esté basada en la de coste más bajo o en la de mercado. El resultado de todo ello es que lo que parece una pérdida de explotación en el estado contable de la empresa puede tener el efecto real de una ganancia desde el punto de vista del inversor, pues este habrá valorado el inventario considerablemente menos que la cifra del valor contable. Esto se ilustra de forma concreta en el siguiente ejemplo de la empresa Manhattan Shirt.

TABLA 45.5
Manhattan Shirt Company (en miles)

Partida	Balance a 30 nov., 1929		Balance a 30 nov., 1932	
	Valor contable	Valor de liquidación estimado	Valor contable	Valor de liquidación estimado
Caja y bonos en el mercado	885 \$	885 \$	1.961 \$	1.961 \$
Activo exigible	2.621	2.100	771	620
Existencias	4.330	2.900	1.289	850
Activos fijos y otros	2.065*	500	1.124	300
Total activos	9.901 \$	6.385 \$	5.145 \$	3.731 \$
Pasivo corriente	2.574	2.574	100	100
Acciones preferentes	299	299		
Saldo de ordinarias	7.028 \$	3.513 \$	5.045 \$	3.631 \$
Número de acciones	281.000	281.000	246.000	246.000
Valor por acción	25,00 \$	12,50 \$	20,50 \$	14,75 \$

* Excepto el fondo de comercio.

Cuenta de resultados 1930–1932

Balance después de dividendos preferentes:	
1930	318.000 (d)
1931	93.000
1932	139.000 (d)
3 ejercicios	364.000 (d)
Cargos al superávit	505.000*
Beneficios distribuidos por ordinarias	723.000
	<hr/>
	1.592.000 \$
Menos descuento de las acciones ordinarias compradas	481.000
Reducción del superávit durante el periodo	1.111.000* \$

* Eliminado el traspaso de 100.000 \$ a la reserva de imprevistos.

Si consideramos solo las cifras de la empresa, realmente hubo pérdidas en ese período con la consiguiente merma del valor de las acciones ordinarias. Pero si, por ejemplo, un inversor había comprado el título a 8 dólares por acción en 1930 (el precio bajo de ese ejercicio fue de $6\frac{1}{8}$), él lo hubiera valorado basándose en su valor de liquidación más que en su valor contable. Por eso, desde este punto de vista, el valor intrínseco de sus valores en cartera hubiera *aumentado* durante el período de la depresión de 12,50 a 14,75 dólares por acción, incluso después de deducir los sustanciosos beneficios distribuidos. Lo que realmente pasó es que Manhattan Shirt convirtió en efectivo la mayor parte de sus activos durante estos tres años, y al hacerlo mantuvo una pérdida mucho más pequeña de lo que un comprador de acciones conservador hubiera podido esperar. Esto se resume en la tabla siguiente.

Nos encontramos aquí con una comparación entre las indicaciones superficiales que proporciona la cuenta de resultados y la verdadera historia que cuentan los balances sucesivos. Situaciones de este tipo justifican nuestra repetida afirmación de que el análisis de la cuenta de resultados debe complementarse y confrontarse con el análisis del balance.⁴³⁸

⁴³⁸ El estudiante observará que se da una evolución similar en la Manhattan Shirt, aunque a menor escala, entre diciembre de 1937 y diciembre de 1938.

Activos convertidos en efectivo y procedimientos aplicados	Cantidad	«Pérdida esperada» y aplicación de la diferencia	
Reducción en el inventario	3.000.000 \$	1.000.000 \$	
Reducción en los activos exigibles	1.800.000	350.000	
Reducción en el activo fijo, etc.	1.000.000	750.000	
	<u>5.800.000 \$</u>	<u>2.100.000 \$</u>	
Pérdida real mantenida	800.000	800.000	
Cantidad neta obtenida	5.000.000 \$	«Ganancia» en base a los valores de liquidación <u>1.300.000 \$</u>	
Aplicación:		Aplicación:	
En los dividendos de ordinarias	700.000 \$	En los dividendos de ordinarias	700.000 \$
En el pago de pasivos	2.500.000	Para aumentar el valor de liquidación	600.000 \$
En la cancelación de preferentes	300.000		
En el retiro de ordinarias	500.000		
Para aumentar los activos disponibles	1.000.000		
	<u>5.000.000 \$</u>		

¿Es la disminución del valor del inventario normal una pérdida de explotación? Con respecto a los cambios en las existencias, se plantea otra cuestión: si puede contemplarse o no una simple reducción en el *precio soportado* como una pérdida de explotación. En el caso de la Plymouth Cordage, comparamos las siguientes cifras:

Inventario a 30 de sept., 1929.....	8.059.000 \$
Inventario a 30 de sept., 1932.....	3.150.000
Disminución.....	60%

Al mismo tiempo que el precio de las fibras descendió más del 50%, había buenas razones para creer que la cantidad real en libras de fibra, cuerda y bramante que había en el inventario de la empresa no era mucho menor en 1932 que en 1929. Por lo menos la mitad de la reducción de las existencias se debía únicamente a la caída de los precios unitarios. ¿Constituía esta parte de la disminución de los valores de inventario una pérdida de explotación? ¿No podía argumentarse que su activo fijo había sufrido una reducción similar en su valor de tasación y que había tantos motivos para cargar esta reducción contra los beneficios como cargar la disminución en el precio soportado de cierta cantidad física de

existencias?

Ya hemos tratado este punto en nuestra exposición de la valoración de inventario en base a un «*stock* normal» (capítulo 32), un método adoptado por la propia Plymouth Cordage después de 1932. Teóricamente, el analista debería establecer una base para todas las empresas con un *stock* normal con el propósito de calcular su rentabilidad privativa de las fluctuaciones de inventario y poder hacer comparaciones uniformes. En realidad, el analista no tiene los datos necesarios para estos cálculos. Por consiguiente, no tiene más remedio —aquí como en muchos otros campos del análisis— que considerar de una manera general, más que de forma detallada, el efecto distorsionado de los cambios en el precio de las existencias.

Beneficios por la inflación de las existencias. En los acontecimientos de 1919 y 1920 se evidenció, de manera contundente, que la importancia de los cambios en los precios de las existencias no se limitaba a un período de depresión. En 1919 las empresas tuvieron importantes ganancias; en 1920 los beneficios declarados fueron irregulares pero bastante sustanciosos en conjunto. Sin embargo, las ganancias mostradas en estos dos ejercicios fueron, en muchos casos, el resultado de una *inflación de las existencias*, esto es, un anticipo especulativo de los precios de las materias primas. De ese modo no solo la autenticidad de esos beneficios era cuestionable, sino que la situación estaba llena de peligro con respecto a los grandes créditos bancarios contraídos para financiar estos inventarios sobrevalorados.

Ejemplos. La tabla siguiente, que incluye los datos de varias empresas destacadas, muestra la significativa comparación entre la evolución aparentemente buena de los beneficios y la inquietante evolución de los balances entre el final de 1918 y el final de 1920.

TABLA 45.6
Doce empresas industriales (cifras totales)

	Ejercicio de 1919	Ejercicio de 1920	Ejercicios de 1919-1920
Devengado por acciones ordinarias	100.000.000 \$	48.000.000 \$	148.000.000 \$
Beneficios distribuidos	35.000.000	68.000.000	103.000.000
Cargos al superávit	5.000.000	10.000.000	15.000.000
Superávit añadido	60.000.000	30.000.000 <i>(dismin.)</i>	30.000.000
Existencias incrementadas	57.000.000	84.000.000	141.000.000
Cambio en otros activos circulantes netos	+30.000.000	131.000.000 <i>(dismin.)</i>	101.000.000 <i>(dismin.)</i>
Incremento de instalaciones, etc.	33.000.000	169.000.000	202.000.000
Incremento de capitalización	69.000.000	141.000.000	210.000.000
Incremento de reserva		12.000.000	12.000.000

Las empresas consideradas en el cómputo de la tabla fueron American Can, American Smelting and Refining, American Woolen, Baldwin Locomotive Works, Central Leather, Com Products Refining, General Electric, B. F. Goodrich, Lac-kawanna Steel, Republic Iron and Steel, Studebaker y United States Rubber

Adjuntamos también las cifras individuales de la United States Rubber con el fin de aportar mayor información a nuestro ejemplo:

U. S. Rubber (1919-1920)

Devengado por acciones ordinarias:

1919	12.670.000 \$	Por acción: 17,60 \$
1920	16.002.000	19,76
Total	28.672.000 \$	37,36 \$
Beneficios distribuidos en efectivo	8.580.000	
Beneficios distribuidos en acciones	9.000.000	
Transferido a la reserva para imprevistos	6.000.000	
Ajustes de superávit y reservas	<u>abono 2.210.000</u>	
Incremento neto en superávit y reservas diversas	7.300.000 \$	

TABLA 45.7
Balance (en miles)

Partida	31 dic., 1918	31 dic., 1920	Incremento
Activos fijos y diversos (neto)	131.000 \$	185.500 \$	54.500 \$
Existencias	70.700	123.500	52.800
Caja y activo exigible	49.500	63.600	14.100
Total activos	251.200 \$	372.600 \$	121.400 \$
Pasivo corriente	26.500 \$	74.300 \$	47.800 \$
Bonos	68.600	87.000	18.400
Acciones preferentes y ordinarias	98.400	146.300	49.900
Superávit y reservas diversas	57.700	65.000	7.300
Total pasivo	251.200 \$	372.600 \$	121.400 \$
Capital de explotación	93.700	112.800	19.100
Capital de explotación excluyendo existencias	23.000	10.700(d)	33.700(d)

Las cifras de la United States Rubber de 1919 y 1929 presentan la otra cara de la moneda del informe de beneficios de la Manhattan Shirt de 1930 a 1932. En el ejemplo de la empresa Rubber, hay grandes beneficios que coinciden con un deterioro de la situación financiera a causa de los elevados gastos soportados en la fábrica y de un aumento de las existencias. El comprador de acciones se hubiera equivocado si se hubiera fijado únicamente en los beneficios declarados por la United States Rubber de casi 20 dólares por acción en 1920; y, por el contrario, los mercados financieros se hubieran equivocado igualmente al considerar solo las pérdidas declaradas de 1930 a 1932, sin tener en cuenta los cambios favorables que ocurrieron al mismo tiempo en las posiciones patrimoniales de muchas empresas.

De cuanto hemos expuesto aquí y en el capítulo 32 podemos observar que la cuestión de pérdidas y ganancias de inventario pertenece prácticamente en la misma medida al ámbito de la cuenta de resultados como del análisis del balance.

Estudio a largo plazo de la rentabilidad y de los recursos. El tercer aspecto de la comparación de balances consecutivos es limitada, porque entra en juego solo en el caso de un estudio exhaustivo del registro de una empresa y de todo lo que conlleva. La finalidad de este tipo de análisis puede observarse mejor por medio del análisis de los siguientes anexos de los informes de la United States Steel Corporation y de la Com Products

Company.

I. United States Steel Corporation: análisis de los resultados de explotación y cambios financieros de las décadas de 1903 a 1932 (El análisis fue hecho en 1933)

Los balances están ajustados para excluir un elemento intangible («agua»), que asciende a 508.000.000 de dólares, originalmente añadido a la cuenta de inmovilizado. Esta cantidad fue amortizada entre 1902 y 1929 con cargo a un fondo de amortización anual (añadiendo 182.000.000 de dólares) y mediante asignaciones presupuestarias especiales del superávit. Los cargos del fondo de amortización en cuestión fueron eliminados de la cuenta de resultados.

A. Resultados de explotación (en millones de dólares)

Partida	Primera década 1903-1912	Segunda década 1913-1922	Tercera década 1923-1932	Total de 30 años
Productos producidos terminados	93,4 toneladas	123,3 toneladas	118,7 toneladas	335,4 toneladas
Ventas brutas (excepto partidas entre compañías)	4.583 \$	9.200 \$	9.185 \$	22.968 \$
Beneficios netos*	979	1.674	1.096	3.749
Intereses de bonos	303	301	184	788
Dividendos de acc. preferentes	257	252	252	761
Dividendos de acc. ordinarias	140	356	609†	1.105†
Saldo por superávit y «reservas voluntarias»	279	765	51	1.095

* Después de depreciación, pero eliminando los cargos del fondo de amortización de la compañía madre.

† Incluyendo 204.000.000 de dólares pagado en acciones.

**B. Relación de los beneficios entre el promedio de capital
(en millones de dólares)**

Partida	Primera década	Segunda década	Tercera década	Total de 30 años
Capital al principio	987 \$	1.416 \$	2.072 \$	987 \$
Capital al final	1.416	2.072	2.112	2.112
Promedio de capital sobre	1.200	1.750	2.100	1.700
% ganado de la media de capital, por año	8,1%	9,6%	5,2%	7,4%
% pagado por año en intereses y dividendos sobre el promedio de capital	5,8%	5,2%	4,0%*	5,2%*
Promedio de participación en ordinarias (ordinarias, superávit, y reservas)	237 \$	620 \$	1.389 \$	816 \$
% ganado sobre participación en ordinarias	17,7%	18,3%	4,8%	9,0%
% pagado sobre participación en ordinarias	5,9%	5,7%	2,9%*	3,7%*
Depreciación por año	24 \$	34 \$	46 \$	35 \$
Promedio cuenta de bienes inmuebles	1.000	1.320	1.600	1.300
Ratio de depreciación por bienes fijos	2,4%	2,6%	2,9%	2,7%

* Excepto dividendos en acciones.

TABLA 45.8
C. Cambios en el balance (todas las cifras en millones)

Partida	31 dic. 1902	31 dic. 1912	Cambios en la primera década	31 dic. 1922	Cambios en la segunda década	31 dic. 1932	Cambios en la tercera década	Cambios en 30 años
Activo:								
Fijos (menos depreciación) y varios*	820 \$	1.160 \$	+340 \$	1.466 \$	+306 \$	1.741 \$	+275 \$	+921 \$
Activo circulante neto	167	256	+89	606	+350	371	-235	+204
Total	987 \$	1.416 \$	+429 \$	2.072 \$	+656 \$	2.112 \$	+40 \$	+1.125 \$
Pasivo:								
Bonos	380 \$	680 \$	+300 \$	571 \$	-109 \$	116 \$	-455 \$	-264 \$
Acciones preferentes	510	360	-150	360		360		-150
Dividendos devengados de acciones preferentes						5	+5	+5
Acciones ordinarias	508	508		508		952†	+444	+444
Superávit y reservas «voluntarias»*	411(d)	132(d)	+279	633	+765	679	+46	+1.090
Total	987 \$	1.416 \$	+429 \$	2.072 \$	+656 \$	2.112 \$	+40 \$	+1.125 \$

* Eliminando los aumentos de precio iniciales de 508.000.000 de dólares, amortizados más adelante.

† Incluyendo primas de 81.000.000 de dólares divididos por acciones de 204.000.000 de dólares.

Importancia de las cifras anteriores. Las tres décadas tuvieron, al menos aparentemente, un reparto parecido de buenos y malos ejercicios. Durante la primera década, hubo unos años de depresión, de 1904 a 1908, mientras que 1911 y 1912 fueron por debajo de lo normal. El segundo período tuvo tres años malos: 1914, 1921 y 1922, este último año fue debido a los altos costes más que a un volumen de negocio menor. La tercera década se caracterizó por ocho años de prosperidad seguidos de dos años de una depresión sin precedentes.

Las cifras reflejan que en el período de la Gran Guerra, que tuvo lugar en la mitad de la década, la United States Steel obtuvo numerosas ganancias, llegando a sumar más de 300.000.000 de beneficios a la tasa establecida durante los primeros diez ejercicios. Por el contrario, los últimos diez años se caracterizaron por unas drásticas caídas de la tasa de beneficios sobre el capital invertido. La diferencia entre el 5,2% realmente ganado y el 8% que se consideraba el promedio anual satisfactorio, ascendió a cerca de 600.000.000 de dólares en esos diez años.

Si analizamos la situación desde otro ángulo, observaremos que a lo largo de esos treinta años la inversión de la United States Steel Corporation fue más del doble, y que su capacidad productiva se triplicó. Sin embargo, el promedio de la producción anual fue solo un 27% más alto, y el promedio anual de beneficios antes de cobros de interés fue solo un 12% más alto en el período de 1923-1932 que en el de 1903-1912. Este análisis nos sirve para planteamos: (1) si desde el final de la guerra la producción de acero había pasado de ser un negocio razonablemente próspero a una industria poco lucrativa y (2) si esta transformación se debió, en buena medida, a la excesiva reinversión de los beneficios en fábricas suplementarias, creándose, por consiguiente, una sobrecapacidad cuyo resultado es una reducción del margen de beneficio.

Epílogo. La solidez del análisis anterior, realizado en 1933, debe juzgarse con las consiguientes evoluciones que se han producido desde entonces. Cabe señalar que tanto las cifras del activo fijo como de los beneficios anuales deben ajustarse a la baja y a la luz de las posteriores revelaciones que son: (1) la separación de 269.000.000 de dólares del activo fijo en 1937 (y la amortización de esta cantidad en 1938), que representaban activos intangibles en organización además de los 508.000.000 de dólares amortizados en 1929, y (2) y un cargo al superávit de 270.000.000 de dólares en 1935 para amortización adicional de activos fijos, presumiblemente aplicable a todo el período precedente. Sin embargo, estas últimas revisiones no afectan en lo esencial a las conclusiones mencionadas arriba.

La declaración de la United States Steel a partir de los ejercicios de

1932 parecería confirmar las conclusiones pesimistas del estudio de 1933. Durante los seis años de 1934 a 1939 —que en muchos de los casos constituye un buen modelo del período para juzgar una rentabilidad normal—, las ordinarias de Steel ganaron un promedio de 14 céntimos por acción. Las perspectivas pueden mejorar debido a la introducción de nuevos productos, nuevos procesos u otros factores, incluyendo los beneficios de la guerra. Sin embargo, anticipar una mejoría futura ha pasado a ser una especulación más que una expectativa razonable basada

II. Análisis similar de la empresa Corn Products Refining de 28 de febrero de 1906 a 31 de diciembre de 1935

A. Promedio anual de la cuenta de resultados (en miles de dólares)

	1906–1915	1916–1925	1926–1935
Ganado antes de depreciación	3.798 \$	12.770 \$	14.220 \$
Depreciación	811	2.538	2.557
Saldo de intereses y dividendos	2.987	10.232	11.663
Intereses por bonos	516	264	88
Dividendos de acc. preferentes (distribuidos o devengados)	2.042	1.879	1.738
Saldo de ordinarias	429	8.089	9.837
Dividendos por ordinarias		2.751	8.421
Saldo por superávit	429	5.338	1.416
Saldo por superávit para período	4.290	53.384	14.159
Ajuste de acciones ordinarias, superávit y reservas	ab. 1.282	ab. 6.026	déb. 5.986
Incremento de acciones ordinarias, superávit y reservas	5.572	59.410	7.173

B. Balances

	28 feb., 1906	31 dic., 1915	31 dic., 1925	31 dic., 1935
Activos fijos (menos depreciación) y diversos	49.000 \$	51.840 \$	47.865 \$	34.532 \$
Inversión en filiales	2.000	4.706	16.203	33.141
Activo circulante neto	1.000	11.091	42.528	43.192
Total	52.000 \$	67.637 \$	106.596 \$	110.865 \$
Bonos	9.571	12.763	2.474	
Acciones preferentes	28.293	29.873	25.004	24.574
Acciones ordinarias, reservas de superávit y otras	14.136	19.708	79.118	86.291
Dividendos devengados por acciones preferentes		5.293		
Total	52.000 \$	67.637 \$	106.596 \$	110.865 \$

C. Porcentaje ganado¹ y pagado sobre la capitalización total y sobre participación en acciones ordinarias

Partida	1906-1915	1916-1925	1926-1935	29 ⁵ / ₆ años
Promedio de capitalización	59.818 \$	87.116 \$	108.730 \$	81.432 \$
Beneficio	5,0%	11,8%	10,7%	10,2%
Retribución	4,2%	5,6%	9,4%	7,3%
Promedio de recursos propios	16.922 \$	49.413 \$	82.704 \$	50.213 \$
Beneficio	2,5%	16,4%	11,9%	12,2%
Retribución	cero	5,6%	10,2%	7,8%

¹ Los ajustes al superávit y reservas están excluidos de los beneficios.

NOTAS AL CÓMPUTO ANTERIOR

1. El activo fijo y la participación en acciones ordinarias están corregidas reflejándolas con una reducción del valor contable de 36.000.000 de dólares realizada en 1922 y 1933.
2. Los bonos en circulación se aumentaron en 1906 y 1912 para indicar responsabilidad por emisiones de subsidiarias. Instalaciones, etc. se incrementaron en la misma cantidad.
3. Aquellas estimaciones que se consideraron bastante acertadas se utilizaron en el balance inicial.
4. Las deducciones por intereses de bonos están estimadas parcialmente en los dos primeros períodos.
5. Los ajustes de acciones ordinarias, superávit y reservas representan cambios principalmente en las reservas diversas y en la merma de productos financieros negociables.

Comentarios sobre el anexo explicativo de la empresa Com Products Refining. El primer período se caracterizó por beneficios por debajo de lo normal, que podrían haber sido incluso inferiores si se hubiera hecho una dotación de amortización más apropiada. Como en el caso de la United States Steel, el período de la guerra supuso enormes beneficios para Com Products. La década de 1926-1925 estuvo marcada, en general, por un importante aumento del capital de explotación y una sustancial reducción de la deuda consolidada y de las acciones preferentes. Los gastos de amortización excedieron a los desembolsos por la nueva fábrica.

En el período 1926-1935 observamos una significativa diferencia en el anexo explicativo de la United States Steel durante 1923-1933. A pesar de que en esa década hubo años de depresión, la Corn Products fue capaz de aumentar su rentabilidad casi proporcionalmente a su dilatado capital de inversión. Sus beneficios anuales (antes y después de amortización) fueron cerca de cuatro veces más en esta década que en el período que finalizó en 1915. (Si tomamos los mismos ejercicios para comparar, descubriremos que, en realidad, la United States Steel ganó menos en 1926-1935 que en 1906-1915.) Los cambios en el balance estuvieron marcados por una disminución posterior en la cuenta de bienes inmuebles (debido a la generosa amortización cargada) pero por un mayor incremento de la inversión de las filiales, lo que indica una amplia expansión de las actividades de la empresa.

Es obvio que el registro de la empresa Corn Products Refining no sugiere ni las mismas cuestiones ni las mismas dudas que se plantean en el anexo explicativo de la United States Steel Corporation.

Séptima parte

**Aspectos adicionales del análisis financiero.
Discrepancias entre el precio y el valor.**

Introducción a la séptima parte, por David Abrams

La Gran Ilusión de los mercados de valores y el futuro de la inversión en valores

En los círculos de inversores en Bolsa, hay mucha gente que dice haberse inspirado en el libro *Security Analysis* de Benjamín Graham y David Dodd, La mayoría, en el mejor de los casos, exagera. Puede que sean muchas las personas que han leído de un tirón el libro *The Intelligent Investor*, pero apostaría a que muy pocas se han adentrado profundamente en *Security Analysis*, y que aún son menos las que se han leído el libro entero. Por mi parte, debo confesar que, a pesar de haber leído atentamente muchas partes de este libro, nunca he hecho una lectura de cabo a rabo. Así que cuando me pidieron que escribiera la introducción sobre la séptima parte, consideré que había llegado el momento de hacer mis deberes. Tras más de veinte años como inversionista profesional, finalmente leí el que puede ser considerado el Deuteronomio de los inversores en valores. La séptima parte, titulada «Aspectos adicionales del análisis financiero. Discrepancias entre precio y valor», trata sobre una extensa temática, como la valoración de los certificados de opciones, la potencial disminución del valor de las acciones ordinarias de una empresa cuando emite opciones para los directivos, los inconvenientes de un análisis financiero débil y la codicia de los banqueros de inversión. En los setenta y cinco años transcurridos desde su edición original, tanto el mundo como los mercados financieros han sufrido un cambio significativo. Sin embargo, tal como Graham y Dodd supieron ver, la forma en como funcionan los mercados, cómo se gestionan las empresas y cómo la gente —tanto inversores como directores de empresas— tiende a actuar ante determinadas situaciones no cambia.

A la gente le gusta clasificar las cosas, incluidos los estilos de inversión, en cajas pequeñas y bonitas. Por eso, la prensa financiera clasifica con frecuencia a los inversores en tres tipos: «de valores», «de crecimiento» o «*de momentum*». Eso está bien, pero puedo decirles que he visto a muchos inversores a lo largo de mi carrera y nunca a ninguno de los que tienen siempre éxito cuya estrategia no se basara en un análisis del valor —pagando menos por algo que vale más—, ya sea en el presente o en el futuro. Es cierto que a algunas personas les gusta comprar productos

que estén en vías de crecimiento, y otros prefieren activos que estén en oferta, mientras a otros lo que les gusta es ocuparse de actividades de arbitraje comprando una cosa y vendiendo otra para beneficiarse de la diferencia de precio, es decir, para expandirse. Sin embargo, todos los inversores de éxito que he conocido realizan cálculos que permiten comparar el precio de compra de un activo con respecto a su valor presente o futuro.

Cualquiera que sea su método, numerosos son los inversores que han utilizado los principios de *Security Analysis* para descubrir oportunidades. Muchos se han hecho ricos con ellos, incluso algunos de los que han contribuido a esta edición revisada, sin mencionar a aquellos que, hace años, fueron lo suficientemente inteligentes como para comprar acciones de Berkshire Hathaway. Su éxito es un legado del glorioso pasado de la inversión en valores. Pero ¿qué sucederá en el futuro? ¿El camino que nos espera es próspero y brillante o es sombrío y ruinoso? ¿Hay más gente que aplica los principios de Ben Graham que la cantidad de ofertas u oportunidades que puedan encontrar? ¿Hay demasiado dinero buscando una oferta finita de buenas oportunidades? o ¿un analista de inversiones serio puede ser capaz de tener éxito con el tiempo?

Soy optimista respecto al futuro de la inversión en valores. Seguramente hay muchas personas inteligentes en los mercados financieros que utilizan las técnicas de Graham y Dodd, pero los mercados han crecido significativamente. El monto de capitales invertidos por la multitud de inversores no es más que un pequeño porcentaje de la capitalización total de los mercados financieros globales. Después de observar los mercados durante más de dos décadas, creo que en lugar de existir unos cuantos acólitos de Graham y Dodd que eligen las pocas oportunidades para invertir, el dinero tiene una mayor tendencia a moverse en oleadas gigantescas, fluyendo de una moda a la siguiente. Puede parecer que la gente que controla estas enormes cantidades de dinero es cada vez menos inteligente y menos sofisticada. Sólo la última década nos ha ofrecido unas puntas increíbles en la valoración, que comenzó en 1999 y 2000 con la burbuja de Internet y fue seguida por el colapso de los mercados tecnológicos. En el verano de 2002 fuimos testigos de una tremenda fusión accidental de la deuda de las empresas. Sin embargo, pronto estas valoraciones tan excesivamente bajas dejaron de estar en primera plana debido al impacto que tuvieron los estándares de los préstamos más elásticos de todos los tiempos. Ahora, mientras escribo esta introducción, el mercado hipotecario está implosionando, creando tal vez nuevas oportunidades, aunque parece dudoso que hayamos visto la última de estas oscilaciones extremas.

¿A qué se debe esta locura? La explicación viene dada por algo que yo

llamo la «Gran Ilusión del mercado de valores». Invertir parece fácil, especialmente en este mundo de *software* barato y compraventa *Online*. Comprar una acción no es más difícil que comprar un libro en Amazon.com. Y puesto que mucha gente se ha enriquecido en el mercado de valores, muchos otros piensan que cualquiera puede convertirse en millonario con poco esfuerzo. Están equivocados. Todos aquellos que conozco que han ganado fortunas en el mercado de valores han trabajado duramente para ello. Graham y Dodd comprendían bien cuál era el esfuerzo para tener éxito en el mercado y escribieron:

Puesto que hemos insistido en que el análisis conducirá a conclusiones positivas solo en algún caso excepcional, de ello se desprende que deben examinarse muchos productos financieros hasta poder encontrar uno que tenga verdaderas posibilidades para el analista. ¿Qué métodos prácticos utiliza este para descubrirlos? Básicamente mediante un trabajo duro y sistemático hay dos grandes métodos que puede seguir (capítulo 50).

De modo que, en efecto, uno sí puede convertirse en millonario comprando y vendiendo acciones, pero, como bien sabían los autores, se requiere trabajo y paciencia. Aun así, la ilusión persiste, tal vez porque, como dijo Zelig, el personaje de Woody Allen, el mercado es un camaleón que cambia de apariencia para acomodarse a los tiempos. A veces se muestra como una burbuja de acciones tecnológicas, otras se manifiesta como un mercado exageradamente sobrevaluado, como el de Japón en la década de 1980. Actualmente, numerosas instituciones financieras de Estados Unidos intentan emular el éxito de David Swensen y sus colegas, los cuales manejan los fondos de la Universidad de Yale poniendo grandes porcentajes de capital en «gestores de inversiones alternativas».

Pero la Gran Ilusión es solo eso, una ilusión. Si quieres enriquecerte en los mercados de valores, debes realizar un trabajo duro y sistemático. Y para ello, muchos de los capítulos de la Séptima Parte de *Security Analysis* son esenciales. Teniendo en cuenta los drásticos cambios que ha experimentado el mundo desde que apareció el libro por primera vez, no debería sorprendernos que se hayan producido ciertos desfases para el inversor de hoy en día, y este es un hecho que conviene mencionar. De modo que mientras realizamos un pequeño *tour* por esta parte del libro, mostraré algunos de esos desfases junto con aquellas pepitas de oro de sabiduría aún vigentes.

Uno de esos desfases puede apreciarse en el capítulo 46, «Certificados de opción de compra de acciones». Este capítulo puede que sea el más

desfasado. Cuando el libro se publicó por primera vez, el mercado de los instrumentos derivados era incipiente. Fischer Black y Myron Scholes aún no habían desarrollado su famosa fórmula para evaluar opciones de acciones, y los productos que ahora inundan el mercado —opciones, futuros sobre tipos de interés, *swaps*, *swaptions*, entre otros— no existían en los mercados financieros. El capítulo 46 se basa en los certificados de opciones de compra de acciones (*warrants*), uno de los pocos productos derivados disponibles entonces. Los autores destacan algunos puntos interesantes; sin embargo, su análisis no es lo suficientemente sofisticado para el mundo actual.

Tomemos el ejemplo de Barnsdall Oil. Graham y Dodd concluyen de forma acertada que esos certificados de opciones estaban subestimados porque el mercado los valoraba según su valor intrínseco. Esto no es tan relevante, hoy en día, porque una apreciación del precio tan equivocada no duraría demasiado. Además de señalar lo que es obvio —que es mejor poseer un certificado de opciones en su valor intrínseco que tener las acciones exigiéles al ejercer la opción —, Graham y Dodd destacaron la ventaja inherente de los certificados de opción y de las opciones. Su análisis es bueno hasta donde llega, pero no va demasiado lejos. Los autores fueron capaces de descubrir que los certificados de Barnsdall Oil estaban mal tasados con respecto a las acciones ordinarias, pero no supieron proporcionar al lector un marco intelectual o las herramientas necesarias para valorar apropiadamente los certificados de opciones.

Debo aclarar que no es una buena idea el hecho de que porque un activo esté sobrevalorado o subestimado haya que aprovecharse de esa valoración negativa. Si el mercado de derivados se da cuenta de la valoración errónea del instrumento subyacente no hay ninguna una ventaja especial en poseer el derivado. Sin embargo, si el mercado subvalora los derivados sobre un producto o grupo de productos financieros, las posibilidades para el inversionista en derivados pueden ser *muy* favorables. En efecto, el inversor se beneficia del doble efecto de dos productos financieros subvalorados: el subyacente y el derivado. Si bien tal situación no es frecuente, puede ser muy rentable. La habilidad de atrapar minusvaloraciones compuestas puede conducir a beneficios extraordinarios.

Tal vez el caso más famoso de este fenómeno ocurrió a finales de la década de 1980, cuando el mercado japonés crecía a cotas cada vez más altas hasta alcanzar una sobrevaloración absurda. Mientras algunos creían que se trataba de una nueva era, en la cual Japón dominaría económicamente al mundo, los inversores tenían otra opinión, pues creían que se trataba de una burbuja que finalmente se corregiría a sí misma. En Wall Street era una opinión generalizada y en aumento la de que el

mercado japonés terminaría cayendo a niveles más razonables, lo que brindaría oportunidades a quienes pudieran capitalizar esos movimientos de precios dramáticos.

Frente a este telón de fondo, los vendedores de opciones, sorprendentemente, ofrecían inversiones en el índice Nikkei a precios bajos. Recuerdo haber preguntado a dos agentes de Bolsa, que vendían estas opciones: «¿Quién está detrás de estas opciones?», y me respondieron: «instituciones europeas», que es la respuesta común en Wall Street cuando los agentes no quieren decir lo que está realmente pasando. Y el mayor riesgo era el de las instituciones financieras japonesas, que estaban tan seguras de que su mercado no se caería que firmaban estos contratos plurianuales y los anotaban como ingreso. Finalmente el mercado japonés se colapsó y el que por aquel entonces era mi jefe, junto a otros inversores estadounidenses, se beneficiaron enormemente al percatarse de que sus opciones ganaban valor.

Más recientemente, el mercado de derivados basados en bonos de tituización que tenían como origen las hipotecas *subprime* ofrecían similares distorsiones por lo que respecta a la ecuación riesgo-beneficios en forma de los *credit default swaps* o permuta de cobertura por incumplimiento crediticio, más conocidos como CDS. Estos productos financieros constituyen una serie de inversiones garantizadas por las hipotecas *subprime* sobre propiedades residenciales. Cuando los bonos fueron emitidos, tanto los inversores como las agencias de calificación creyeron que eran algo seguro (es decir, tiene el grado de inversión), porque suponían cómo se desarrollaría el mercado hipotecario. Sin embargo, algunos inversores astutos se percataron de que el riesgo colateral era mayor de lo que los compradores de los CDS habían previsto. Cuando el mercado de las *subprime* se colapso en 2007, algunos de estos productos financieros aumentaron su valor en más de 50 o 60 veces el monto arriesgado. Cada negociación tiene siempre dos caras, por eso es conveniente que uno perciba lo que piense la persona que está en el lugar contrario. Warren Buffett escribió una vez: «Si llevas más de treinta minutos jugando al póquer y no sabes quién es el primo, es que eres tu.»

«**Calcúlalo**»

Al igual que Graham y Dodd, mis inicios en el mercado de derivados fueron bastante simples, y recuerdo bien el día en que mis ojos inexpertos se abrieron a los peligros y reveses de mi ingenuidad.

Era al principio de la década de 1980 y yo comenzaba a andar en Wall

Street. Los derivados aún eran un mercado naciente y las opciones de acciones fueron los primeros instrumentos en atraer la atención. Al igual que Graham y Dodd, y muchos otros en el sector, comprendía la naturaleza multiplicadora de las opciones de acciones y cómo podían ser utilizadas para aumentar las ganancias (o pérdidas) de una posición individual de acciones. Pero mi conocimiento más allá de lo básico era escaso. Estaba trabajando en el departamento de arbitraje de riesgos de una empresa que tenía muchas opciones de ese tipo. Y a pesar de que no entendía todavía lo que significaba, sí comprendí que los que se sentaban a mi lado, se estaban enriqueciendo desmesuradamente. Además, parecía que llegaban justo antes de que los mercados abrieran y que se iban después de que el mercado cerrara, y nunca leían el *Wall Street Journal*, preferían los cotilleos del *New York Post*. Mi curiosidad fue en aumento. De modo que un día le pregunté a Ira, el jefe de la empresa, que me explicara qué es lo que hacía. La conversación que apenas duró dos minutos cambió para siempre mi modo de observar los derivados y afectó profundamente a la forma en la que, a partir entonces, me he aproximado a las áreas de finanzas o de negocios con las que no estoy familiarizado.

Ira se refirió a una acción (no recuerdo cuál pero bien pudo ser IBM, puesto que en esos días todo Wall Street se fijaba en lo que hacía esa empresa) y me preguntó:

«¿Qué pasa si compras las opciones de compra a 35 dólares, las vendes a 40 dólares, compras las opciones de venta a 40 dólares y las vendes a 35 dólares al mismo tiempo?»

Lo primero que pensé fue: «Te has hecho un lío» pero me callé. Simplemente le miré anonadado. Viendo mi confusión me dijo: «¡Cálculalo! ¿Cuánto valdrá cuando expire?» Después de unos minutos con lápiz y papel, lo miré todavía sorprendido y le dije: «Siempre vale 5 dólares.» «Correcto», me respondió. Sin embargo, mi cerebro no se iluminó hasta que Ira me preguntó: «¿Qué pasa si puedes comprarlo por 4,50 dólares?» ¡Bingo! Finalmente lo entendí. A pesar de ser nuevo en Wall Street, había hecho suficiente arbitraje como para entender lo que Ira me estaba diciendo. Lo normal es que las opciones más líquidas sean las que tienen la fecha de vencimiento más próxima; lo que significa que si puedes comprar esta «caja» —así se llama—, que consiste en dos pares de opciones a 4,50 dólares, puedes obtener un 11 % sobre tu dinero en menos de seis meses.

Después le pregunté: «¿Se pueden comprar por 4,50 dólares?» «A veces», me contestó. Y luego me di cuenta de quién había hecho el «primo» en el póquer: yo. Como me basaba en las demasiado simplistas teorías de Graham y Dodd sobre el mercado de opciones, sin entender del

todo la lógica de los instrumentos en los que estaba invirtiendo, ignoraba cómo se vería la transacción desde el otro lado. Estaba ansioso por ganar lo mío. Tal vez mi lado era el opuesto de alguien que estaba comprando una caja por 4,50 dólares. Me di cuenta de que probablemente la persona del otro lado era más astuta que yo. Avergonzado de mi ignorancia, me prometí respetar más a las personas que están al otro lado del negocio y ser más humilde acerca de las limitaciones de mis propios conocimientos. Nunca más haría el primo. Esa lección me ayudó mucho en mi carrera.

A diferencia del mundo en el que vivían Graham y Dodd, los analistas de productos financieros actuales están en desventaja si no tienen un buen conocimiento de cómo funcionan los modelos de apreciación de opciones y cuáles son sus limitaciones. No solo los derivados abundan en los mercados financieros sino que muchas empresas y entidades inversoras los utilizan tanto con propósitos prudentes como imprudentes.

Mientras continuaba ganando experiencia y aprendiendo más acerca de las opciones y los modelos utilizados para evaluarlos, me di cuenta de que la teoría de las opciones tenía un punto débil importante. El trabajo académico que fundamenta el análisis de derivados, una labor que muchos seguían en Wall Street, se basaba en el hecho de que los mercados eran «eficientes». Los autores de *Security Analysis* se lo hubieran pasado bien discutiendo con esos académicos. Ellos consideraban que la premisa de la eficiencia no siempre era cierta, y señalaron al respecto:

Evidentemente, los procesos por los cuales el mercado de productos financieros llega a sus estimaciones son frecuentemente ilógicos y erróneos. Estos procesos, tal como señalamos en el primer capítulo, no son ni automáticos ni mecánicos sino psicológicos, puesto que están dentro de la mente de quienes compran y venden (capítulo 50).

Pese a ser unos adelantados con respecto a su tiempo por lo que se refiere a la cuestión de la eficiencia del mercado, Graham y Dodd no pudieron sin embargo prever la necesidad de una relación matemática compleja como la señalada por mi jefe. Ellos solo contemplaron la relación entre el producto financiero derivado y el instrumento subyacente, lo que conducía a un análisis primitivo de las opciones de compra. A pesar de eso, sabían muy bien cómo la emisión de opciones de compra podría afectar al valor futuro de las acciones ordinarias de la empresa emisora. De hecho, lo entendían mejor que muchos de los contables actuales y que muchos de los analistas de Wall Street. En un apartado del capítulo 46 titulado «Un mecanismo peligroso para diluir el valor de las acciones» los autores escribieron:

La falta de comprensión del público de que todo el valor de los certificados de opción es a costa de las acciones ordinarias ha derivado en una práctica que sería ridícula si no fuese tan dañina (capítulo 46).

Esas palabras bien podrían haber sido escritas en cualquier momento de la última década, puesto que ciertos esquemas de compensaciones adoptados por algunas empresas han ido disminuyendo el patrimonio de los accionistas enmascarando el impacto de dilución de la mismas e inflando los ingresos declarados.

Hasta hace muy poco, no se registraban los gastos de las opciones emitidas a favor de la gerencia y los directores. Hace un par de años, las reglas cambiaron y los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA) comenzaron exigir que las empresas utilizaran alguno de los diversos métodos que existen para evaluar el coste de las opciones de acciones. Se trata de un gran avance con respecto a la anterior práctica de no registrar los gastos, pero los métodos que establecen los PCGA son los mismos que los utilizados por los analistas para evaluar derivados no emitidos por la empresa. Está claro que algo falla. Existe una gran diferencia entre los contratos de derivados con terceros, que no dan lugar a una mayor emisión de acciones, y las opciones emitidas por la empresa que aumentan el número de acciones en el futuro, por lo que diluyen los intereses de los actuales accionistas. Los accionistas a largo plazo necesitan poder apreciar el impacto de estas opciones emitidas por las empresas para sus directores, de lo contrario se verán perjudicados en los años venideros.

¡Cuidado con los banqueros de inversión!

Siguiendo nuestro recorrido, al capítulo 47, titulado: «Coste de financiación y gestión», Graham y Dodd podían haberlo llamado con mayor acierto: «¡Cuidado con los banqueros de inversión!» Como dice el dicho: «Cuanto más cambian las cosas, más continúan igual.» O, como me dijo un amigo con respecto a los conflictos de interés en Wall Street: «Donde no hay conflicto no hay interés»

Al lector le resultará interesante conocer los abusos del pasado por parte de los banqueros de inversión, mientras que los muchachos de Goldman Sachs y Morgan Stanley se consumen de nostalgia al recordar los viejos tiempos en los que había un diferencial de suscripción de un

20% en algunas emisiones, como las acciones preferentes convertibles de American Bantam Car Corporation. Sin embargo, la última parte del capítulo destaca por su vigencia. Graham y Dodd escribieron:

La relajación de las normas de la banca de inversión a finales de la década de 1920 y la aplicación de métodos ingeniosos para aumentar sus primas ha repercutido negativamente en el campo de la gestión empresarial. Los directivos de operaciones se creían con derecho no solo a impresionantes salarios sino también a obtener una sustancial participación de los beneficios de la empresa [...]. Sin embargo, no puede negarse que se utilizaron medios retorcidos y cuestionables para asegurar estas grandes primas sin informar de su total magnitud a los accionistas [...]. Con la divulgación de dicha prima, creemos que se salvaguarda el interés de los accionistas, pues se previene que, con ello, se pasen todos los límites razonables (capítulo 47).

Numerosos excesos recientes —desde la burbuja de Internet a la locura de las adquisiciones apalancadas o al fiasco de las hipotecas *subprime*— guardan un estrecho parecido con las irracionalidades descritas por Graham y Dodd años atrás. Y aunque probablemente los dos autores no se hubieran sorprendido ante las compensaciones excesivas a nivel corporativo, sí se habrían quedado boquiabiertos ante los excesos de la propia gerencia de la Bolsa de Nueva York. Los inversores actuales harían bien en mirar a Wall Street con el mismo grado de reproche y escepticismo como el que mostraron nuestros autores.

Más adelante nos encontramos con que el capítulo 50 «Discrepancias entre precio y valor» y el 51 «Discrepancias entre precio y valor (continuación)» que constituyen las joyas de la Séptima Parte, y cualquiera que esté interesado en invertir debería leerlos. Ambos brindan al lector una larga lista de que lo que se debe o no debe hacer, lugares para buscar valor y trampas que hay que evitar, y todo ello acompañado de ejemplos de la década de 1930. Muchos de nosotros tenemos tendencia a idealizar el pasado, y cuando los inversores miran hacia atrás a menudo hablan de la «era de Graham». ¡Ah, cómo desean el retorno de los días en los que las acciones se vendían a siete veces más que los beneficios y menos que el capital circulante! Y debo admitir que, cuando leí la lista del grupo A en el capítulo 50, también yo sentí cierta envidia. ¡Qué fácil debe haber sido ser inversor a finales de la década de 1930!

Sin embargo, pensé que había encontrado muchas oportunidades a lo largo de mi vida que hubiesen despertado la envidia de Graham. La verdad es que, de vez en cuando, los mercados financieros presentan

oportunidades para comprar activos que tienen unas características riesgo-beneficios interesantes. Cuando el inversor tiene la oportunidad de obtener una cantidad decente de beneficios en el peor de los escenarios y de obtener una obscena cantidad de dinero en el mejor de ellos, eso solo puede describirse como el mejor de los mundos.

Mi lista personal comienza con Management Assistance Liquidating Trust —tal vez mi primera inversión en valores— e incluye bonos de segundas hipotecas al 18% de Public Service of New Hampshire cotizando a la par; títulos de Executive Life Muni cotizando a 25 céntimos por dólar a la espera de una decisión judicial que luego se falló porque «no estaba basada en derecho o razón»; y las acciones ordinarias de Gentiva, un *spin-off* (cesión de activos resultado de una fusión) que se estaba negociando a la tercera parte de su capital circulante.

Por las mismas fechas en que Ira me aconsejaba acerca del mercado de opciones, mi amigo Chris Stavrou me mostró el caso de Management Assistance Liquidating Trust enviándome por fax el formulario 10-K, con sus notas manuscritas. Mientras me lo explicaba, podía observar claramente lo que él veía: una acción cotizando a 2 dólares que valía 4 dólares. Es más, la empresa estaba obligada a pagar a los accionistas el resultado de la venta de sus activos. Sabiendo que esto era un doble seguro, pronto vendí todo lo que poseía en otros valores y puse el 100% de mis activos (por un valor de 10.000 dólares) en esa acción. Lo único que lamenté es no haber comprado ninguna para mi jefe, que estaba de vacaciones, porque temía que desaprobase esa inversión.

Entre las oportunidades más recientes y espectaculares cabe destacar las que sobrevinieron a mediados del año 2002, en medio de la debacle del mercado de bonos corporativos. Había gangas por todas partes. Los inversores de este mercado de bonos corporativos tienen numerosas historias que contar. La mía fue la de las obligaciones subordinadas prioritarias al 10,25% de AES, que cotizaban a 15 céntimos por dólar. A ese precio, la rentabilidad era próxima al 66%. AES era una empresa compleja con activos por todo el mundo. Además, estaba financiada, de forma heterodoxa, por una combinación de deuda por proyectos específicos y una deuda corporativa con distintos niveles de prioridades. El alto nivel de apalancamiento combinado con la complejidad de los activos hacía que el mercado temiera que pudiese ir a la quiebra. Nuestro análisis nos llevó a la conclusión de que había suficientes valores y flujo de caja como para cubrir la deuda. Y tuvimos razón. Esos bonos fueron pagados puntualmente, y se pagaban a la par al año de haber alcanzado su punto más bajo. ¡Eso sí que es suerte!

Seguramente Ben Graham se hubiese maravillado ante esa locura

temporal del mercado en el verano del 2002.

A medida que iba leyendo la Séptima Parte, me deleitaba con el lenguaje de los autores. Su habilidad para expresar ideas de forma clara y coherente pocas veces ha sido igualada en el mercado de las finanzas, con la excepción, quizá, de su mejor y más famoso estudiante, Warren Ruffett. Al fin y al cabo, fueron Graham y Dodd quienes crearon la parábola del maniático señor Mercado, el caballero que puede ser tu amigo o tu enemigo, pero que es alguien cuyo consejo nunca debes seguir. Un gran ejemplo de su efectivo uso del lenguaje se encuentra cuando exponen los puntos débiles del «análisis de mercado».

También fueron Graham y Dodd quienes acuñaron el término «margen de seguridad», algo que tiene una especial relevancia para los profesionales de la inversión que han colaborado en las introducciones de este libro. Todos nosotros somos, fundamentalmente, analistas, que examinamos los productos financieros uno por uno, sopesando los riesgos y beneficios propios de cada inversión a un determinado precio. A pesar de que de vez en cuando tenemos una cierta idea de hacia dónde va el mercado, generalmente no solemos hacer apuestas en esa dirección. Las razones son muchas, pero creo que Graham y Dodd lo definieron mejor cuando escribieron en el capítulo 52 que:

En el análisis de mercado no hay márgenes de seguridad, se acierta o se falla y, si se falla, se pierde dinero.

Es una buena síntesis, ¿verdad? Sin embargo, después de tantos años, muchos inversores siguen formulando su propia visión de] mercado. Las mejores firmas de Wall Street emplean estrategias de mercado, y muchos inversores profesionales están ansiosos por escuchar sus opiniones. Esto no es más que una prueba más de que la Gran Ilusión persiste.

En el último capítulo, Graham y Dodd ofrecen asesoramiento a los distintos grupos que intervienen en el mercado, entre ellos el pequeño inversor, el inversor con dinero y el inversor institucional. ¿Cómo es que sus consejos están aún vigentes?

Los autores consideraban que, para el pequeño inversor interesado en los ingresos, la única inversión apropiada eran los bonos del Gobierno de Estados Unidos. Los productos financieros se comportaban tal como se preveía, por supuesto, pero hay una serie de evoluciones que Graham y Dodd no previeron ni pudieron hacerlo. En primer lugar, los efectos de la inflación de finales de 1970 y comienzos de 1980. La espiral inflacionaria dio lugar a intereses más elevados y supuso grandes pérdidas para los

inversores en bonos. En segundo lugar, fue la expansión de los mercados de plazo fijo y la proliferación de innumerables productos financieros de renta fija los que crearon oportunidades para la inversión en valores en el mercado de bonos para aquellos que estaban dispuestos a analizar una enorme cantidad de instrumentos similares en busca de algún precio anómalo.

Graham y Dodd aconsejaron a los inversores en busca de beneficios, grandes o pequeños, que comprasen productos financieros que cotizaran por debajo de su valor intrínseco, y sugirieron que los inversores sometieran su trabajo analítico a la crítica de otros. En definitiva, recomendaron que todos los inversores se convirtiesen en analistas de productos financieros a tiempo parcial. Al escribir sobre las secuelas del crac de 1929 y la posterior Gran Depresión, la idea de que existiese un mercado financiero tan rentable como el de los últimos años resultaba inimaginable. En nuestro hipercompetitivo mundo, es posible tener éxito siendo un analista a tiempo parcial, pero no es algo que yo recomendaría. Y si no se desea ser un analista a tiempo completo, es mejor buscar ayuda profesional.

Los prolíficos autores también aconsejaron a las instituciones para que invirtieran únicamente en inversiones de renta fija si con ello podía conseguir satisfacer sus necesidades. Afortunadamente, en universidades como Harvard, Yale y Princeton, hombres como Jack Meyer, David Swensen y Andy Golden no siguieron su consejo. Y, gracias a ello, estas instituciones cuentan con muchos más recursos a su disposición que los que tendrían de otra forma. Gracias a la visión y pensamiento independiente de estos individuos, sus respectivas instituciones poseen fondos que suman decenas de miles de millones, lo que les da una ventaja competitiva prácticamente permanente con respecto a sus pares menos ricos. Más allá de los consejos específicos brindados por Graham y Dodd, lo mejor que los inversores pueden aprender de *Security Analysis* es lo siguiente: mira los números y piensa por ti mismo. Todos los grandes inversores lo hacen, y eso es lo que les hace grandes. Es interesante observar que en el último capítulo de la obra, Graham y Dodd no mencionan a un tipo de inversor en concreto. No dedican ni una palabra a todos los jóvenes que inician su carrera financiera, aquellos a quienes los autores, sin duda, esperaban darles fortuna, felicidad e incluso fama. Para paliar esa omisión, dedico unas pocas palabras a ese grupo de jóvenes inversores. Muchos de los colaboradores de esta edición del libro son, como yo, inversores profesionales que una vez estuvieron en su lugar: —jóvenes e inexpertos inmersos en los entresijos de Wall Street, con poco dinero en sus cuentas, pero armados con energía, esperanza y una buena ética de trabajo. Nosotros nos sentimos particularmente cerca de estos

jóvenes. Creo que todos coincidimos en que es una gran elección como carrera y pese a que, al principio, pudimos haber estado motivados por el dinero, hace tiempo que acumular riqueza ha dejado de ser la fuerza que nos impulsa a seguir yendo a la oficina cada día. Lo hacemos porque nos gusta. Nos deleitamos con el desafío, el estímulo y la satisfacción que se obtiene cuando encontramos una buena ocasión en el mercado.

Hace unos años, algunos profesores de la Universidad de Chicago llegaron a la conclusión de que Graham y Dodd se habían equivocado en todo. El mercado, decían, era eficiente. En efecto, a los aspirantes a analistas les decían cosas del tipo: «No te molestes, no pierdas el tiempo. El mercado es demasiado eficiente como para que puedas sacar provecho con tu esfuerzo, mejor busca otra cosa que hacer en tu vida.» Durante mucho tiempo estuvo de moda en los círculos financieros debatir este tópico. Por una parte, los profesores argumentaban sus teorías a favor de sus posiciones y, por otra, los inversores, que practicaban el análisis financiero, insistían en que se equivocaban y a menudo señalaban muchas aberraciones que no podían ser explicadas mediante las teorías académicas.

El debate ha languidecido, será quizá que los inversores están muy ocupados ganando dinero e intentando encontrar el próximo producto financiero barato como para seguir discutiendo. Teniendo en cuenta lo rentables que han sido nuestras carreras, creo que podríamos decir que ha sido un desafío intelectual constante entender un mundo financiero global en constante cambio y con una competencia a la que se incorporan permanentemente personas brillantes y trabajadoras. Sin embargo, esa rigurosa competencia entre colegas y amigos es lo que brinda lo mejor de nosotros. Yo, a mi vez, me siento afortunado de haberme encontrado con tanta gente intelectual mente curiosa, trabajadora y motivada durante mi paso por Wall Street.

De modo que al aspirante a analista financiero puedo decirle que la respuesta a la cuestión acerca de la eficiencia o falta de eficiencia del mercado es clara: este es lo suficientemente ineficaz. ¿Suficientemente para qué?, se preguntarán, lo suficiente como para encontrar grandes oportunidades de vez en cuando. No cada día o cada semana, pero suficientemente a menudo. La Gran Ilusión persiste, dejando muchas oportunidades a aquellos que deseen hacer el trabajo duro y a veces aburrido y tedioso de evaluar las inversiones. ¡Feliz cacería!

Capítulo 46

Certificados de opción de compra de acciones

Durante las dos últimas décadas» el uso de certificados de opción de compra de acciones (*stock option warrants*) ha tenido un desarrollo extraordinario. Originalmente fueron concebidos como una forma de participación privilegiada para bonos y acciones preferentes a las cuales estaban anexos. Por ello eran tradicionalmente considerados como un producto financiero similar a un derecho de conversión» y los mismos certificados tenían poca relación con la estructura de capitalización de la empresa. Luego surgió la idea de crear certificados de opción de compra de acciones separadamente de otros productos financieros y ofrecerlos como compensación a suscriptores, promotores y ejecutivos. A partir de ahí, el paso siguiente fue emitir para el público general de igual forma que las acciones ordinarias, es decir, a través de la venta o intercambio de certificados separados. Por ello, dichos certificados alcanzaron el grado de producto financiero independiente y se constituyeron en una parte importante del entramado financiero de muchas corporaciones, así como en un medio prominente y popular de actividad especulativa.

Anteriormente hemos visto los aspectos técnicos de los certificados de opción adjuntos a otros productos financieros. En este capítulo, sin embargo, analizaremos el importante papel que han tenido como instrumento financiero independiente. Y lo haremos a través de tres partes: (1) descripción, (2) características técnicas de los certificados como vehículo de especulación, y (3) su importancia como parte de la estructura financiera.

Sumario descriptivo

Un certificado de opción (separable) es un derecho transferible para comprar acciones que suele circular durante un período considerable de tiempo. (Los certificados anexos a una emisión de obligación sin garantía se llaman a veces «suscripciones de obligación». Otro nombre que reciben es el de «certificado para la compra de acciones».) Estos términos

incluyen: (1) el tipo de acción (2) el importe, (3) el precio, (4) la forma de pago, (5) la duración del privilegio y (6) las cláusulas anti dilución. Estas últimas fueron descritas en el capítulo 25.

Tipos de acciones garantizadas por el privilegio. Se garantizan casi todos los certificados de opción de compra de acciones comunes de la empresa emisora. En raras ocasiones se aplican a acciones preferentes (por ejemplo, American Locker Company, Inc.) o a otro tipo de acciones (los certificados adjuntos a las opciones preferentes de la Central States Electric Corporation sobre las acciones de la North American Company y certificados anexos a las opciones preferentes de la Solvay American Investment Corporation sobre las acciones de Allied Chemical and Dye Corporation).

Los *warrants* no tienen derecho a percibir intereses, dividendos o pagos que le correspondan al principal, ni confieren derecho a voto.

Similitudes con los derechos de suscripción. Los certificados de opción tienen ciertas similitudes con los «derechos de suscripción» en el sentido de que son emitidos por las empresas para sus accionistas en relación con la venta de acciones adicionales. Sin embargo, hay dos diferencias significativas entre ambos. Los certificados de opción circulan durante un mayor periodo de tiempo, y el precio de compra de las acciones casi siempre está fijado por encima del precio en el momento de la emisión. Además, este varía con frecuencia de acuerdo con los términos del certificado.

Los derechos de suscripción tienen una vida más corta y una opción de compra por un precio fijo, normalmente a un precio inferior al del mercado en el momento de su emisión. Los derechos de suscripción están diseñados con la intención de asegurar su realización y la pronta recepción de los fondos por parte de la empresa. Los certificados de opción generalmente no tienen relación con las necesidades financieras de la compañía y no se pretende que se ejerzan en el corto plazo. Dicho de otra forma (y en relación con una situación normal en el momento de la emisión) se ejercerá un derecho de suscripción salvo que el mercado caiga sustancialmente antes de que expire; los certificados de opción no serán ejercidos salvo que el mercado avance de forma sustancial a corto o largo plazo.⁴³⁹ Los derechos de suscripción normalmente tienen una vida de sesenta días. Los certificados de opción rara vez duran menos de un año y muchos de ellos son perpetuos.

⁴³⁹ Los derechos de Remington-Rand, emitidos en 1936, eran una ingeniosa combinación de derechos de suscripción y opciones de compra. Si el tenedor ejercía parte de sus derechos de suscripción súbitamente (ante una caída del mercado, como efectivamente sucedió) tenía luego el derecho a comprar más acciones hasta un año más tarde, y así sucesivamente. Desde nuestro punto de vista este tipo de instrumentos elaborados crean

Método de pago. La mayoría de los *warrants* requieren el pago del precio de suscripción en efectivo. Aquellos que originalmente estaban adheridos a bonos o acciones preferentes pueden permitir el pago en efectivo o a través del título prioritario aceptado a su valor nominal. Esta alternativa tiene una importancia práctica considerable.

Ejemplo. Los *warrants* de la Electric Power and Light tienen una opción de compra permanente de acciones a 25 dólares. El pago puede ser realizado en efectivo o mediante licitación de acciones preferentes a 100 dólares. En noviembre de 1939, la acción común vendía a 8 y las preferentes a 17. Debido al muy bajo precio de la emisión principal, los certificados de opción tenían un «valor de ejecución», aun cuando la acción común se vendía a 17 puntos por debajo del precio de opción. El cálculo es el siguiente:

$$\begin{aligned} \text{Un certificado más } \frac{1}{4} \text{ acción preferente} &= 1 \text{ acción ordinaria} \\ \text{Valor del certificado de opción} &= 8 - \frac{1}{4} (17) = 3\frac{3}{4} \end{aligned}$$

Bases del comercio con *warrants*. Los certificados de opción son comprados y vendidos en el mercado de la misma forma que las acciones ordinarias. Hasta finales de 1939 solo dos emisiones de certificados de opción cotizaban separadamente en la Bolsa de Valores de Nueva York,⁴⁴⁰ pero muchos se negociaban activamente en la New York Curb Exchange y en otras Bolsas. La base de la comercialización de estos instrumentos es un tanto excéntrica y a veces conduce a serios errores. La norma general es que «un certificado de opción» significa el derecho a comprar una acción y no el derecho originalmente adherido a una acción.

Ejemplos. Las acciones preferentes de Walgreen Company fueron vendidas mediante certificados de opción facultando al tenedor a comprar dos acciones ordinarias por cada preferente. Bajo las normas regulares de comercialización, «un certificado Walgreen» equivaldría al derecho de comprar una acción común, por eso se decía que cada acción preferente contenía «dos certificados».

De forma similar, las acciones preferentes al 6½% de Consolidated Cigar Corporation fueron emitidas con un certificado adherido a cada acción con la opción de compra de media acción común. Luego, estos certificados eran comercializados teniendo en cuenta que uno de ellos

⁴⁴⁰ Los certificados de Commercial Investment Trust fueron los únicos emitidos en los que hubo actividad comercial de importancia. Los certificados de Havana Electric Railway cotizaron en la Bolsa de Valore de Nueva York entre 1926 y 1934, pero su actividad fue ínfima.

tenía el derecho a comprar una acción común, por eso cada acción de estas preferentes se decía que tenía «medio certificado». Sin embargo, las excepciones a esta regla eran numerosas.

Ejemplos. Las acciones preferentes al 6½% de Commercial Investment Trust Corporation tenían certificados de opción adheridos para comprar media acción ordinaria por cada acción preferente (el mismo ratio que las preferentes de Consolidated Cigar), pero la unidad de cotización en la Bolsa era el certificado originalmente adherido a la acción preferente; es decir, que tenía opción a media acción común. Desviaciones parecidas ocurrieron con las reglas de comercialización de los certificados B de Niagara Hudson Power Corporation; con las acciones preferentes de Loew's, Inc., y con las «viejas series» de certificados de Safeway Stores, Inc., entre otros.

Cuando se realiza un cambio en el número de acciones que tienen opción de compra en el certificado, el procedimiento habitual es continuar comercializando «un viejo certificado» como «un certificado».

Ejemplo. «Un certificado de Loew» originalmente daba la opción de compra de una acción ordinaria a 55 dólares. Representaba a un certificado adherido a obligaciones de 200 dólares de Loew a pagar en 1941. Cuando se pagó un dividendo del 25% de acciones en 1928, la cláusula de antidilución requería que un cuarto de acción adicional fuera entregada gratis por cada acción suscrita con el certificado. «Un certificado de opción de bonos» Loew permanecía físicamente inalterado, pero tras del pago del dividendo pasó a representar el derecho a comprar 1¼ de acciones por 55 dólares.

Algo similar ocurrió en el caso de los certificados de Commercial Investment Trust cuando las acciones ordinarias fueron divididas 2½ por cada una. Un certificado pasó a representar el derecho de comprar 1¼ de nuevas acciones en lugar de ½ de las antiguas.

No obstante, a veces se sigue la práctica opuesta.

Ejemplo: Los certificados clase A de Niagara Hudson Power tenían opción de compra de una acción ordinaria a 35 dólares. La empresa se recapitalizó en 1932 y emitió un nueva acción por cada tres de las antiguas. Por esa razón lo que formalmente era «un certificado» ahora era una opción de compra de ⅓ parte de una nueva acción por 35 dólares; esto es, 105 dólares por acción. La New York Curb Exchange redefinió entonces «un certificado A» como el derecho de comprar una nueva acción, por lo que tres certificados antiguos pasaron a ser un solo certificado. La finalidad de que estos detalles técnicos se comenten aquí es que no están disponibles en los libros de texto habituales. Aquellos que venden o compran un certificado de opción particular deben tomar

precauciones para averiguar cuál es su forma de comercialización.⁴⁴¹

Ejemplos de certificados de opción emitidos con distintos propósitos. *A. Junto a otros productos financieros.* Tal vez el primero de ellos sea la emisión de pagarés de la American Power and Light en 1911. La venta más importante por parte de la American and Foreign Power Company de 270.000.000 de dólares acciones de segunda preferencia que incluían certificados de opción por no menos de 7.100.000 acciones ordinarias.

B. Como compensación a suscriptores. El primer caso importante parece haber sido la emisión de bonos al 6% de Bamsdall Corporation por valor de 25.000.000 dólares en 1926. Los bancos recibieron, como parte de su compensación, certificados de opción de compra de 500.000 acciones ordinarias. En el alto precio subsiguiente, estas opciones hubieran valido 13.000.000 de dólares. National Fund, Inc., un fondo de inversión abierto, emitió en 1936 certificados de opción a sus inversores en vez del cargo acostumbrado.

En la emisión de valores de empresas más pequeñas se incluyen numerosos certificados de opción como compensación adicional al efectivo que se le debe a los banqueros. *Ejemplos:* Aeronautical Corporation of America (1939); Triumph Explosives, Inc. (1939); Howard Aircraft Corporation (1939),

c. Como compensación a promotores y directivos. Un caso típico ha sido el de la formación de la Petroleum Corporation of America en enero de 1929. Al público se le ofrecieron 3.250.000 acciones a 34 dólares. Se emitieron certificados de opción de compra a cinco años a 34 dólares para dárselos a los promotores y a los directivos.

d. Emitidas en un plan de fusión o reorganización a cambio de otros productos financieros. La Commonwealth and Southern Corporation emitió cerca de 17.500.000 certificados de opción, junto con 34.000.000 de acciones ordinarias y 1.500.000 de acciones preferentes, principalmente a cambio de productos financieros de las seis empresas constituyentes. Es interesante destacar que emitió acciones ordinarias y certificados de opción a cambio de certificados de opción de las compañías Penn-Ohio Edison y Southeastern Power and Light.

En la reorganización de la Baldwin Locomotive Works, en 1937, las antiguas acciones, ordinarias y preferentes, fueron intercambiadas por

⁴⁴¹ Los derechos de suscripción son invariablemente negociados en Nueva York sobre la base de «un derecho» correspondiente al derecho que tiene el tenedor de una acción. Esta es la idea opuesta que la que comúnmente siguen los certificados de opción. Véase la nota 63 del Apéndice para un método rápido de calcular el valor de los derechos de suscripción.

acciones nuevas y certificados de opción.

En la reorganización de Colorado Fuel and Iron en 1936, solo se dieron certificados de opción a cambio de las acciones ordinarias y preferentes. La reorganización de Erie Railroad, presentada en 1938 en favor de las empresas aseguradoras tenedoras de bonos, fue única en el sentido de que proporcionó a los antiguos accionistas certificados de opción de compra para las nuevas acciones comunes emitidas por los antiguos acreedores, en lugar de los de la empresa.

E. Junto a una emisión original de acciones ordinarias. Public Utility Holding Corporation of America vendió 2.500.000 acciones ordinarias que incluían certificados de opción de compra de un número igual de acciones comunes.

Además, los organizadores compraron 500.000 acciones de clase A (con poder de voto) junto con los certificados de opción para comprar 1.000.000 de acciones clase A u ordinarias.

F. Vendidas separadamente a cambio de efectivo. En 1929, Fourth National Investors Corporation vendió a su empresa matriz 750.000 certificados de opción a cambio de 3.000.000 de dólares.

En 1936 la empresa Phillips Packing vendió certificados de opción a diversos banqueros a cambio de efectivo.

Los certificados de opción de compra como medio de especulación

Los certificados de opción poseen las mismas características generales que las acciones ordinarias baratas, cuya teoría hemos comentado en el capítulo 41. El nombre y la forma de los certificados de opción es —lo mismo que, en esencia, es una acción de bajo precio— el de una opción de compra a largo plazo sobre el futuro del negocio.⁴⁴² Es cierto también que la relación entre los certificados de opción y sus acciones comunes es similar a la existente entre una acción común y un producto financiero especulativo de la misma empresa.

El elemento cualitativo. Al igual que con otros compromisos especulativos, el atractivo de un certificado de opción depende de dos factores totalmente distintos: por un lado, el elemento cualitativo, que es la naturaleza de la empresa sobre todo con respecto a su supuesta posibilidad de gran crecimiento y, por otro lado, el elemento cuantitativo, que son los

⁴⁴² En algunos casos, los certificados de opción son emitidos para un tiempo relativamente corto. En esos casos, son más una apuesta de futuro del mercado de valores que el negocio en sí de la propia empresa. *Ejemplo:* los certificados de opción de la compañía Phillips Packing referidos anteriormente solo tuvieron una vigencia de dos años.

términos en los cuales el certificado de opción es ofrecido, incluyendo su precio y el de las acciones ordinarias que opta a comprar. No puede pretenderse que el análisis de los productos financieros revele cuáles han de ser las empresas que progresarán más en los años siguientes. No hay mucho que podamos decir con respecto al elemento cualitativo a la hora de seleccionar certificados de opción para especular. Teniendo en cuenta que un certificado de opción puede obtener valores tangibles solo en caso de un aumento de los beneficios, el énfasis deberá ponerse más en las posibilidades de cambio que en las de estabilidad. Por ejemplo, los certificados de opción de empresas públicas se convirtieron en extremadamente populares en 1928-1929 debido no a su superior estabilidad sino a que el mercado estaba convencido de que sus beneficios continuarían incrementándose indefinidamente.

Con respecto a las posibilidades aritméticas de un gran incremento del precio, ya hemos visto que es más probable encontrarlas en las acciones ordinarias de empresas capitalizadas especulativamente (como las empresas A. E. Staley y American Water Works and Electric, descritas en el capítulo 40). Por consiguiente, los certificados de opción para comprar acciones ordinarias de este tipo también tienen una ventaja especulativa especial. Sin embargo, eso es un tema cuantitativo más que cualitativo. Consideramos que es difícil prever con certeza si las posibilidades a largo plazo de una línea particular de negocio son mucho mejores que el promedio, de tal manera que los certificados de opción relacionados con ese campo resulten más atractivos que otros. Sin embargo, si el especulador particular tiene preferencias u opiniones propias en ese sentido, es muy lógico que las siga.

Consideraciones cuantitativas: importancia del precio bajo. Es más fácil señalar los elementos que rigen el atractivo de los certificados de opción desde un punto de vista cuantitativo. Las características deseables son: primero» un precio bajo; segundo, un plazo largo; y tercero, un precio de opción (o compra) próximo al del mercado. Desde el punto de vista de la teoría especulativa, la más importante de las tres es, sin duda, el precio bajo del certificado. Esto puede observarse en la comparación entre los certificados emitidos en 1917 por la Sinclair Oil and Refining Corporation y los certificados B de la Niagara Hudson Power Corporation de 1929.

Ejemplos. Los certificados adjuntos a cada uno de los pagarés de 1.000 dólares de la Sinclair Oil and Refining Corporation, emitidos en 1917, permitían al tenedor comprar 25 acciones a 45 dólares hasta el 1 de agosto de 1918; a 47½ hasta el 1 de agosto de 1919; y a 50 hasta el 1 de febrero de 1920. En diciembre de 1917 la acción había bajado a 25¼, y los certificados de opción por 25 acciones podían ser comprados a 20 dólares, es decir, a un coste de solo 80 céntimos la acción. En ese caso, el precio del

mercado estaba muy por debajo del precio de la opción, pero esta podía ser adquirida a un coste muy bajo por acción. Las secuelas de esto son bastante características de los mercados especulativos. En menos de dieciocho meses, la acción de Sinclair Oil creció a $69\frac{3}{4}$ dándole al certificado de opción de compra de 25 acciones un valor realizable de más de 550 dólares. Un incremento de 175% en el precio de la acción produjo un incremento de 2.680% en el precio de los certificados de opción.

Los certificados de opción B de la Niagara Hudson Power Corporation permitían al tenedor comprar $3\frac{1}{2}$ acciones ordinarias por 50 dólares; es decir, a 14,285 dólares cada una. Cuando se permitió que los certificados cotizaran en la New York Curb en 1929, se vendieron a 60 —equivalente a 17 por cada acción— mientras que en el mercado se vendían a $22\frac{1}{2}$. En este caso, el especulador estaba pagando casi lo mismo por la acción de los certificados que por la del mercado. Cuando esta última llegó a valer 31 a finales de año, los certificados subieron solo un pequeño porcentaje, a 21. Luego el precio en el mercado cayó a $11\frac{1}{4}$, y los certificados se desplomaron a 2. Esta comparativa muestra que el precio de 17 al que se vendían los certificados de Niagara Hudson B era muy poco atractivo.

Importancia de los precios bajos relativos. Es técnicamente deseable que el precio de un certificado de opción sea no solo bajo en sí mismo, sino con respecto al precio de la acción común. Esto puede observarse si comparamos los certificados de la Commercial Investment Trust Corporation de 1928 con los de la American and Foreign Power Company de 1933.

Ejemplos. Los certificados de la Commercial Investment Trust Corporation se vendían a 6 dólares cada uno en agosto de 1928. Conferían el derecho al tenedor de comprar $\frac{1}{2}$ acción común a 90 dólares hasta finales de 1929 y a 100 posteriormente, hasta el 1 de enero de 1931. La acción se vendía a 70. El certificado de una acción representaba un compromiso de 12 dólares, o aproximadamente $\frac{1}{6}$ del valor corriente de la acción. A pesar del alto precio de compra relativo, especificado en el certificado, se consideró que tenía una ventaja especulativa con respecto a las acciones debido a la menor cantidad de coste involucrada. (Por eso el precio de los certificados de opción se multiplicó por 11 en 1928-1929, mientras que la acción ordinaria sólo por 3.) Tal como se muestra en el capítulo 48, en noviembre de 1933, los certificados de una acción de American and Foreign Power podían comprarse a 7, lo que representaba una paridad exacta con la acción ordinaria. Sin embargo, el hecho de que la acción ordinaria se estuviera vendiendo a 10 terminó con cualquier ventaja especulativa especial que pudieran tener los certificados a 7. Como veremos más adelante, ello arrojó a las acciones y a los certificados a la categoría de «pseudo» especulaciones de bajo precio, del tipo de las

expuestas al comienzo del capítulo 41.

Lo expuesto hasta ahora lleva a la conclusión de que un determinado certificado de opción tiene atractivo especulativo, en un sentido técnico, solo si consta de un bajo coste y un derecho a largo plazo para comprar acciones a un precio no demasiado alejado del mercado actual.⁴⁴³

Ejemplos. Los certificados de la Sinclair Oil and Commercial Investment Trust que ya hemos comentado son ejemplos de certificados que cumplen dichos requisitos. Un caso inusual es el de los certificados de Bamsdall de 1927. Estos eran una opción de compra de acciones a 25. Cuando las acciones vendían a 31, los certificados se vendían a 6, exactamente a la par. En este caso, cualquier incremento en el valor de las acciones hubiese significado —y así fue luego— un incremento proporcional mucho mayor en el precio de los certificados.

Ventajas técnicas que a menudo no se incluyen. Durante 1928-1929, cuando la negociación de certificados de opción era muy activa, había una tendencia a que estos se vendieran a niveles altos de precios, tanto de manera relativa como absoluta, por lo que no se puede decir que tuvieran ninguna ventaja técnica con respecto a la acción ordinaria. Durante la depresión que siguió, muchos certificados de opción emitidos podían conseguirse a precios muy bajos, pero las acciones también estaban tan bajas que los certificados perdieron cualquier atractivo que pudieran tener. La tabla siguiente muestra una lista de los certificados de opción, muy representativa de cómo era la situación a finales de 1939.

Cabe destacar que los certificados que conllevaban el derecho de efectuar el pago mediante su conversión en bono o emisión preferente a la par, generalmente se vendían a un precio interesante con respecto a la acción ordinaria. (Los certificados de The Electric Power and Light cotizaban en realidad bajo par.) Los demás certificados baratos estaban demasiado alejados de su valor de realización como para merecer alguna atención. Las relaciones de precios de la Baldwin Locomotive and New York City Omnibus eran típicas de las respectivas etapas en la escala de los valores del mercado.⁴⁴⁴

⁴⁴³ Para un estudio de la relativa atracción de los certificados de opción y sus respectivas acciones como vehículos especulativos véase, Dewing, Arthur S., *A Study of Corporation Securities*, pp. 404-405, Nueva York, 1934.

⁴⁴⁴ Un intento de formulación matemática de los certificados de opción puede verse en John B. Williams, *The Theory of Investment Value*, pp. 172-178, Harvard University Press, 1938.

Nombre de la empresa emisora de los certificados	Duración	Precio de compra especificado en el certificado	Precio de mercado de la acción	Precio de mercado del certificado
American & Foreign Power	Perpetua	25 o 1 ⁵ / ₈ *	1 ⁷ / ₈	³ / ₈
Atlas Corp.	Perpetua	25 o 23 ⁵ / ₈ *	8 ⁵ / ₈	⁷ / ₈
Baldwin Locomotive Co.	Hasta 1 sept., 1945	15	17 ¹ / ₄	7 ³ / ₈
Electric Power & Light Corp.	Perpetua	25 o 4*	6 ⁷ / ₈	2 ⁵ / ₈
Manati Sugar Co.	Hasta 5 nov., 1947	12 ¹ / ₂ o 5*	3 ⁷ / ₈	⁵ / ₈
Merritt-Chapman & Scott Corp.	Perpetua	30	4 ¹ / ₂	¹ / ₂
N.Y. City Omnibus Corp.	Hasta 1 mar., 1947	17 ¹ / ₂	32 ³ / ₄	17 ¹ / ₄
Scullin Steel Co.	Hasta 1 may., 1942	10 o 6 ¹ / ₂ *	8 ³ / ₄	3 ¹ / ₂ †
Tri-Continental Corp.	Perpetua	22 ¹ / ₂	2 ³ / ₄	¹ / ₂
United Corp.	Perpetua	25	2 ³ / ₈	¹ / ₄

* Coste, en términos de precio corriente, de títulos preferentes negociables en lugar de efectivo.

† Precio del mercado de 4 certificados de opción equivalente a una acción común.

Warrants de compra como parte de la estructura de capitalización

Los *warrants* de compra son esencialmente un mecanismo para otorgar una entidad propia y separada a las especulaciones de futuro. Sin embargo, el derecho de beneficiarse de la futura mejoría es también inherente al accionista de ordinarias. Se trata de una de las consideraciones importantes que recibe este a cambio de invertir su dinero y sufrir «el primer riesgo» de pérdidas. El hecho simple, pero obviado, es que los certificados de opción representan algo que les ha sido quitado a las acciones ordinarias. La ecuación es simple:

Valor de las acciones ordinarias + valor de los certificados = valor de las acciones ordinarias (es decir, como si no hubiese certificados).

Los warrants representan una sustracción respecto de sus acciones. *Ejemplo.* Este punto puede observarse con el efecto que tuvo la emisión de los certificados de Barasdall con respecto a sus acciones. Los beneficios declarados en 1926 fueron de 6.077.000 dólares, es decir 5,34 dólares por cada una de las 1.140.000 acciones. Sin embargo, también existían

certificados de opción de compra de 1.000.000 de acciones a 25 dólares, producto de la necesidad de retirar 25.000.000 de bonos al 6%. El analista debería *adoptar* la realización de los certificados de opción, reduciendo las ganancias de 5,34 a 3,54 dólares por acción. En 1929, las opciones se ejercieron y los beneficios fueron de 3,25 dólares por acción frente a los 4,76 dólares que hubiesen alcanzado de no existir los certificados de opción. El precio promedio de 35 para ese año era equivalente al valor de 10 para los certificados. Eso significaba, sustancialmente, que cerca de 8 dólares por acción habían sido sustraídos del valor de la acción ordinaria (que de lo contrario hubiese valido 43) por la creación de los certificados de opción.

Esto demuestra claramente que la creación de *warrants* de compra tiene como efecto la disminución de beneficios de las acciones ordinarias debido al incremento de las ganancias o del valor de la empresa. Por ello, los certificados de opción para comprar acciones, incluso a precios por encima del mercado, restan valor a las acciones ordinarias, puesto que parte de su precio radica en el derecho a beneficiarse de mejoras futuras.

Un mecanismo peligroso para diluir el valor de las acciones. Los *warrants* son un instrumento objetable y fundamentalmente peligroso porque tienen como efecto indirecto, y usualmente irreconocible, la dilución del valor de las acciones ordinarias. Los accionistas ven la emisión de certificados de opción con indiferencia, ya que no se dan cuenta de qué parte de su participación de capital futura les ha sido arrebatada. El mercado de acciones, con su habitual despreocupación, aplica el mismo sistema de evaluación de acciones ya sea que existan además *warrants* en circulación o no. Por eso, los certificados de opción podrían acogerse a pagar primas irrazonables a promotores e iniciados, sin preocuparse de que los accionistas generales lo comprendan o lo critiquen. Es más, los *warrants* facilitan el establecimiento de una valoración artificialmente alta del mercado de los productos financieros de la empresa, porque (con un poco de manipulación) pueden establecerse grandes valores en una importante emisión de *warrants* sin reducir la cotización de las acciones ordinarias.

Los *warrants* de compra de acciones se han convertido en un instrumento atractivo para la reorganización de las corporaciones porque permite a los organizadores ofrecer a los antiguos accionistas una especie de soborno mientras ponen ostensiblemente la empresa en manos de los acreedores. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin embargo, ha tomado medidas contra esta práctica, determinando que si los antiguos accionistas no tienen participación accionarial, tampoco tienen derecho a

los certificados de opción.⁴⁴⁵

Una reductio ad absurdum. La falta de comprensión del público de que todo el valor de los certificados de opción es a costa de las acciones ordinarias ha derivado en una práctica que sería ridícula si no fuese tan dañina. Nos referimos a la venta original de acciones ordinarias que llevan certificados de opción adheridos para comprar más acciones ordinarias. Este acuerdo no les brinda a los accionistas nada que no hubiesen tenido sin los certificados de opción, y viola una regla obvia para la solidez de la financiación de la empresa. Una compañía bien gestionada vende acciones adicionales *únicamente cuando se requiere más capital*, y en ese caso los accionistas normalmente tienen derecho a suscribirse a prorrata a la oferta.⁴⁴⁶ Dar derechos de suscripción a los accionistas cuando no se necesita el dinero no tiene ningún sentido, salvo el de engañar a la gente para que crea que se le está ofreciendo algo atractivo. Esto recuerda la práctica, a veces permitida, de declarar dividendos en «certificados provisionales» que son recuperables a voluntad de los consejeros delegados. Estos «certificados provisionales» son una fórmula innecesaria de expresar separadamente un derecho inherente que poseen los accionistas de recibir futuros dividendos cuando los consejeros delegados los puedan pagar.⁴⁴⁷ De forma similar, estos certificados de opción adheridos a la emisión original de acciones son una expresión superflua del derecho inherente de los accionistas a participar en futuras ofertas de acciones.⁴⁴⁸

Un estudio adicional de las implicaciones negativas de los certificados de opción se integra con dos amplias líneas de investigación dentro de las prácticas financieras: la primera relacionada con el precio pagado por el

⁴⁴⁵ Véase su opinión en el caso National Radiator (marzo de 1939), que condujo a la eliminación de una emisión de certificados de opción para los antiguos accionistas. En nuestra opinión las amplias objeciones presentadas contra este mecanismo, en principio, pueden justificar una decisión tan draconiana por parte de la CNMV. Pero es más recomendable, en este sentido, fijar un acuerdo de opción de compra bajo el cual los antiguos accionistas podían comprar todas las acciones a los antiguos acreedores a un precio que pagarían en su totalidad, como el plan de Ene de enero de 1939.

⁴⁴⁶ Se ha convertido en costumbre insertar cláusulas que limitan el acceso de los accionistas a estos llamados «derechos preferentes». Se argumenta que para dar a los directores mayor flexibilidad en la negociación de la emisión de acciones de la empresa es necesaria la renuncia a estos derechos. Por nuestra parte, somos muy escépticos acerca de la solidez de ese razonamiento.

⁴⁴⁷ La empresa Cities Service pagó dividendos en certificados provisionales de este tipo entre 1921 y 1925, que se recuperaron ese último año. Puesto que su valor dependía enteramente de la voluntad de los consejeros delegados, es la clase de medio especulativo que brinda enormes ventajas a las personas de confianza de la empresa. Gas Securities Company, una filial de Cities Service, pagó dividendos con este tipo de acciones durante 1933.

⁴⁴⁸ Para ver otro ejemplo de este tipo de financiación, véase la oferta de acciones y certificados de opción de la empresa Berkey and Gay Furniture en enero de 1936.

público para la financiación y la gestión de la empresa; la segunda relacionada con ese grupo de prácticas corporativas manipuladoras y peligrosas conocidas como «piramidales». Estos aspectos del análisis de productos financieros los analizaremos en los próximos capítulos.

Capítulo 47

Coste de financiación y gestión

Analicemos con detalle la organización y financiación de Petroleum Corporation of America, mencionada en el último capítulo. Esta era una gran compañía de inversiones especializada en productos financieros para empresas petroleras, que lanzó una oferta pública de 3.250.000 de acciones a 34 dólares. La empresa recibía entonces un importe neto de 31 dólares por acción, es decir, 100.750.000 dólares en efectivo. Emitió a destinatarios anónimos —presumiblemente promotores, banqueros de inversión y los directivos— certificados de opción con una validez de cinco años para comprar 1.625.000 acciones adicionales, también a 34 dólares la acción.

Este ejemplo es representativo de la financiación de los fondos de inversión del período. Es más, como veremos, la técnica que se desarrolló en los años del auge económico también siguió existiendo en los años posteriores a la depresión, y amenazó con ser aceptada como una práctica estándar de financiación mediante acciones para todo tipo de empresas. Sin embargo, hay buenas razones para preguntarse cuál es el sentido de planear un mecanismo como este. En primer lugar, respecto a lo que el comprador de acciones obtiene por su dinero y, en segundo lugar, en cuanto a la posición ocupada por las sociedades bancadas de inversión que apoyaban dichas emisiones.

Coste de la gestión, tres puntos. Un nuevo fondo de inversión —como el de Petroleum Corporation de enero de 1929— comienza con dos activos: efectivo y de *gestión*. Los compradores de acciones a 34 dólares la acción pagaban por la gestión de tres formas distintas, a saber:

1. A través de la diferencia entre lo que pagaban por la acción y lo que recibía la empresa. Es cierto que esta diferencia de 3 dólares por acción no se pagaba solo a la dirección sino también a los suscriptores y a los vendedores de las acciones. Pero, desde el punto de vista del accionista, la única justificación para pagar más por las acciones radica en la creencia de que la gestión vale la diferencia.
2. A través de la emisión de certificados de opciones de compra para los organizadores, que en esencia confieren el derecho a sus tenedores a

recibir una tercera parte de cualquier apreciación que pudiera tener el valor de la empresa en los siguientes cinco años. (A partir de 1929, un período de cinco años brindaba grandes posibilidades de participar del futuro éxito de la empresa.) Estos certificados tenían valor real, y ese valor era restado del valor inicial de las acciones comunes.

Las relaciones de precios, que normalmente se obtenían entre acciones y certificados de opciones, sugieren que los 1.625.000 de certificados habrían sustraído alrededor de un sexto del valor de las acciones ordinarias. Sobre esa base, un sexto del efectivo recibido, 100.750.000 serían aplicable a los certificados y cinco sextos a las acciones.

3. A través de los salarios que recibirían los ejecutivos y el resto del personal, además de los impuestos extra por el uso de la constitución corporativa.

Sintetizando el análisis precedente, observamos que los compradores de acciones de Petroleum Corporation pagaron el siguiente precio por la gestión aplicable a la inversión de su dinero:

1. Coste de financiación (3\$ por acción)	9.750.000 \$
2. Valor de los certificados de opción (1/6 del efectivo remanente).....	aprox. 16.790.000
3. Futuras deducciones por salarios de la dirección y otros	?
Total	26.540.000+ \$

Las tres partidas juntas absorben entre el 25 y 30% del importe aportado por el público a la empresa. Con ello no nos referimos a una simple deducción del porcentaje de futuras ganancias, sino a un verdadero sacrificio de la inversión principal a cambio de tener una gestión.

¿Qué se obtiene por el precio pagado? Si profundizamos un poco más, podemos preguntarnos qué tipo de habilidades directivas tenía esa empresa. El consejo de administración estaba formado por muchos financieros importantes, cuyo asesoramiento en inversiones se consideraba valioso. Sin embargo, existían dos serias limitaciones con respecto a la validez de este asesoramiento. La primera es que los consejeros delegados no eran exclusivos de la empresa, ni siquiera se debían prioritariamente a la misma. Se les permitía, y aparentemente hasta se les alentaba, a que multiplicaran estas actividades indefinidamente. El sentido común indica que el valor del juicio de estos expertos disminuye enormemente si otras empresas se lo piden al mismo tiempo.

Una limitación aún más obvia eran las actividades proyectadas por la

corporación. Se proponía invertir en un único campo: el petróleo. Por lo tanto, el ámbito para el análisis estaba muy delimitado. Además los fondos estaban muy concentrados, primero en dos compañías relacionadas —Prairie Pipe Line y Prairie Oil and Gas — y luego en una empresa sucesoria (Consolidated Oil Corporation). Por ello, la Petroleum Corporation se convirtió en una especie de sociedad de cartera en la cual las habilidades de gestión se redujeron al mínimo, una vez realizadas las adquisiciones originales.⁴⁴⁹

Forzosamente, hemos de concluir que los parámetros financieros del tipo de los utilizados por la Petroleum Corporation of America resultaron insatisfactorios para el comprador de acciones. Esto es así no solo porque el coste de la gestión es excesivo con respecto al valor de los servicios prestados, sino porque el coste no es transparente y, en buena medida, está oculto por subterfugio de los certificados de opciones de compra.⁴⁵⁰ (El razonamiento precedente no se basa en que las inversiones de la Petroleum Corporation demostraran ser deficitarias después.)⁴⁵¹

Posición de la banca de inversión en estos temas. La segunda línea de investigación sugerida con este ejemplo es también la de mayor importancia. ¿Cuál es la posición que tuvo la banca de inversión en emisiones como las de la Petroleum Corporation of America, y cómo se compara con la práctica de años anteriores? Antes de finales de la década de 1920, la venta de acciones al público por parte de reconocidas instituciones emisoras se regía por los tres principios siguientes:

1. La empresa debía estar bien establecida y .ofrecer un registro financiero adecuado que justificase la compra de sus acciones al precio de emisión.
2. El banquero de inversiones debía actuar prioritariamente como representante de los compradores de acciones y debía negociar con la dirección de la empresa. Sus deberes incluían la protección de sus

⁴⁴⁹ La misma objeción lógica al pago de un importante «plus de gestión» en la forma de certificados de opciones para aquellos que organizaban la sociedad cartera debe hacerse contra la creación de Alleghany Corporation y United Corporation.

⁴⁵⁰ En una serie de «notas» sobre la historia de la financiación de la United Corporation escritas por Sanford L. Schamus, en la *Columbia Law Review* de mayo, junio y noviembre de 1937, la propuesta fue que las futuras emisiones bajo autorización y normativa de la CNMV deberían llevar una tabla mostrando el efecto que el ejercicio de los certificados de opción tenía sobre las ganancias y el valor de los activos. Véase edición de noviembre de 1937, páginas 1173-1174.

⁴⁵¹ Una revisión de las operaciones de las Petroleum Corporation, publicada por la CNMV en mayo de 1939, critica seriamente una serie de negociaciones en la cual la dirección tenía intereses en la contraparte. Luego de 1933 hubo un giro en el estatus de la Petroleum Corporation a raíz de la adquisición del 39,8% por parte de Consolidated Oil. Las dos compañías se convirtieron en las mayores accionistas de la otra, una situación anormal y muy cuestionable. Véase *Report of the S.E.C. on Investment Trusts and Investment Companies*, parte 3, cap. II (2^a sec.).

clientes contra el pago de compensaciones excesivas a los organizadores o contra cualquier política que fuera contra los intereses de los accionistas.

3. La compensación del banquero de inversiones debía ser razonable. Representa la comisión pagada por la empresa por el servicio de obtener capital.

Estas reglas de conducta marcaban una clara línea entre financiación responsable y financiación de mala reputación. Era una máxima establecida en Wall Street que el capital para una nueva empresa debía obtenerse de fuentes privadas.⁴⁵² Tales intereses privados estarían en posición de efectuar su propia investigación, hacer su propia negociación, estar en contacto directo con la empresa y tomar otras precauciones (además de tener la oportunidad de tener grandes beneficios) necesarias para justificar el compromiso en un nuevo riesgo. Por lo tanto, la venta pública de productos financieros para una *nueva empresa de riesgo* estaba confinada únicamente a promotores *blue sky* o pequeñas firmas de dudosa reputación. La gran mayoría de esas emisiones era directamente un fraude o equivalente debido a los desmesurados gastos financieros que debía pagar el público.

La financiación de fondos de inversión, por su propia naturaleza, estaba destinada a contravenir estos tres respetables criterios de emisión de acciones. Los fondos de inversión eran empresas nuevas, su equipo directivo y sus banqueros solían ser *los mismos*; la compensación por financiamiento y gestión era determinada solo por ellos mismos sin que existieran unas normas razonables para controlarlos. En ausencia de estas normas y en ausencia del invalorable poder de negociación entre la empresa y el banquero, no se podía pretender que los intereses de los compradores de productos financieros estuvieran bien protegidos, sin perjuicio de tener en cuenta, además, la distorsionada y egocéntrica visión prevaleciente en el mundo financiero durante 1928 y 1929.

Evolución desde 1929. Durante un tiempo, parecía que la desmoralizadora influencia de la financiación de los fondos de inversión se expandiría a todos los campos de la emisión de acciones y que incluso los bancos líderes estaban listos para vender acciones de nuevas, o prácticamente nuevas, empresas comerciales, sin antecedentes, y solo en función de su expectativa de ganancias futuras. (Hubo indicios sobre esta

⁴⁵² Podía hacerse una excepción de vez en cuando como el caso de la empresa Chile Copper, en la que la demostrada presencia de enormes cantidades de mineral justificaba la financiación pública para poder poner la mina en funcionamiento. La venta de acciones de la Lincoln Motor Company, en 1920, fue una de las pocas excepciones a la regla aquí citada. En ese caso, la inusual buena reputación de quienes constituían la empresa lo justificaba, pero fue un fracaso desastroso.

tendencia en las emisiones de empresas de cerveza y licor en 1933.) Afortunadamente, desde entonces se ha producido un cambio de los parámetros y podemos observar que las relativamente pocas emisiones patrocinadas por los bancos de primera línea son similares en sus características a las realizadas en los viejos tiempos.⁴⁵³

Sin embargo, desde 1933, ha habido mucho movimiento en tomo a la emisión de acciones ordinarias que llevaron a cabo firmas más pequeñas o de menor reputación. La mayoría de estas emisiones eran de nuevas empresas, que solían pertenecer a alguno de los sectores industriales que ofrecían mayor capacidad de explotación en aquel momento.

De modo que, en 1933, hubo numerosas emisiones de empresas del sector del oro, licores y cerveza, y entre 1938-1939 hubo muchas relacionadas con la aviación. Las nuevas empresas de inversión, por otro lado, parecen haber sido un sector que ha tenido continuación. Al evaluar sus emisiones de acciones ordinarias, se puede observar que los banqueros de inversión no estaban actuando a favor de sus clientes. Por un lado, la nueva empresa no es una entidad independiente que pueda negociar de igual a igual con los banqueros que representan a los clientes inversores, y por otro, el banquero es, en sí mismo, el promotor-propietario de la nueva empresa. En cierta forma puede decirse que está reuniendo fondos del público para sí mismo.

El nuevo papel de este tipo de banqueros de inversiones. En otras palabras, el banquero de inversión que emite este tipo de acciones está operando con un doble propósito. Por un lado, hace negocios en su propio beneficio con los fundadores de la empresa y, por otro lado, negocia aparte con el público del cual obtiene los fondos que prometió a la empresa. Este banquero exige —y no cabe duda de que tiene derecho a hacerlo— una retribución acorde con su trabajo. Pero el tamaño de su compensación introduce un cambio significativo con respecto al público. Puesto que es diferente que el comprador de una acción considere al banquero como su representante a que vea al emisor tan solo como promotor de un negocio para el que está reuniendo dinero.

Si la banca de inversión se identifica más con esta segunda visión, es inevitable que se vean afectados los intereses del público general. La Ley de Valores de 1933 intenta salvaguardar al comprador de productos financieros exigiendo la divulgación total de los hechos pertinentes mediante la extensión de la responsabilidad que existía previamente ante el ocultamiento o la falsa representación. Aun cuando la divulgación total es, sin duda, deseable, no resulta de gran utilidad, excepto para el inversor

⁴⁵³ Véase, por ejemplo, la oferta de acciones de la empresa New Idea en 1937, de General Shoe Company en 1938, y de Julius Garfinckel and Company en 1939.

calificado o para el analista con experiencia. El típico comprador de acciones ni leerá la información de los prospectos con atención ni entenderá sus implicaciones. Los modernos métodos de financiación no son muy diferentes a los de los magos, cuyos números de magia pueden ser realizados a la vista del público sin que este vea el truco. El uso de opciones como parte de la compensación del promotor o suscriptor es uno de los más nuevos y engañosos trucos en este negocio.

Analicemos con detalle dos ejemplos de financiación de nuevas empresas en 1936 y 1939, con el fin de mostrar el carácter de dichas emisiones y la técnica de análisis requerida para apreciarlos.⁴⁵⁴

Ejemplo A: American Bantam Car Corporation, julio de 1936. Esta oferta consistió en 100.000 acciones convertibles preferentes al 6%, vendidas al público a 10 dólares por acción en su valor nominal. Cada acción era convertible en 3 acciones ordinarias. Los suscriptores recibieron una comisión de 2 dólares por acción, es decir, el 20% del precio de venta; sin embargo, esta comisión era solo por el esfuerzo de venta, sin ninguna garantía de colocar las acciones.

La nueva empresa había adquirido la planta de la empresa American Austin Car, que comenzó en 1929 con 3.692.000 dólares en efectivo y luego terminó en quiebra. Los organizadores de Bantam compraron los activos de Austin, que se hallaban sujetos a varias cargas por solo 5.000 dólares. Luego cambiaron su compra, más 500 dólares en efectivo, a la nueva empresa por 300.000 acciones ordinarias. En otras palabras, la totalidad de la emisión les costó a los promotores solo 5.500 en efectivo y algo de su tiempo y esfuerzo.

El prospecto establecía —lo que era un hecho obvio— que las acciones preferentes eran «ofrecidas como especulación». Una especulación que podía funcionar satisfactoriamente solo si el privilegio de conversión resultaba valioso, puesto que el simple 6% de interés de la acción preferente era una recompensa escasamente adecuada para el riesgo involucrado. (La naturaleza del riesgo se veía claramente en las enormes pérdidas de la empresa predecesora.) Sin embargo, observemos que antes de que el privilegio de conversión pudiese valer algo, la acción ordinaria debería venderse por más de $3\frac{1}{3}$ por acción, y *en ese caso, los 5.500 dólares de inversión de los organizadores hubiesen valido más de 1.000.000 de dólares.* En otras palabras, antes de que el público pudiese tener *algún beneficio*, los organizadores habrían obtenido una

⁴⁵⁴ En la edición de 1934, analizamos la oferta de acciones de Mouquin, Inc. (importadores de licor) realizada en septiembre de 1933 a 6,75 dólares por acción. Los datos mostraban que el público había perdido un total de 1.670.000 a causa de una empresa con activos físicos de 424.000 y sin historial de beneficios. La empresa se disolvió en 1937 y el público vio cómo se esfumaba su inversión.

multiplicación de 180 veces su aportación.

Consecuencia. A finales de junio de 1939, la empresa, que había acumulado un déficit de 750.000 dólares, fue obligada a adquirir préstamos del R.F.C., y el accionista de preferentes no tuvo ninguna acción en activos corrientes. El precio de la acción preferente bajó a 3, pero al mismo tiempo la acción ordinaria cotizaba a $\frac{3}{4}$. Eso significaba (si el precio de cotización fuese fiable) que, aun cuando el público perdió el 70% de su inversión, los organizadores, con su contribución de 5.500 dólares aún, tenían un valor de mercado nominal de 225.000 dólares.

Ejemplo B: Aeronautical Corporation of America, diciembre de 1939. Esta empresa ofreció al público 60.000 acciones nuevas a 6,25 dólares cada una. Aquellos «suscriptores» que no hicieron ningún compromiso firme de comprar acciones recibieron por la venta de cada una los siguientes tres tipos de compensación: (1) 90 céntimos en efectivo; (2) $\frac{1}{20}$ de cada acción, que valía 31 céntimos, donados por los accionistas principales; (3) un certificado de opción de compra de $\frac{1}{2}$ acción en un rango de precios de entre 6,25 y 8,00 dólares por acción. Si las acciones ordinarias mantenían su precio de 6,25 dólares, estos certificados valdrían al menos 1 dólar por cada acción comprada, lo que supondría una comisión añadida por ventas de 2,34 por acción o más de la tercera parte del monto pagado por el público.

La empresa existía desde 1928 y fabricaba los aviones ligeros Aeronca desde 1931. Su volumen de negocios creció regularmente, desde unas ventas de 124.000 dólares en 1934 a cerca de 850.000 dólares en 1939. Sin embargo, la empresa había sido deficitaria hasta finales de 1938, sumando un déficit acumulado de 500.000 dólares (incluyendo gastos de desarrollo amortizados). En nueve meses y medio, hasta el 15 de octubre de 1939, la empresa había ganado 50.000 dólares. Antes de esta oferta de nuevas acciones al público contaba con 66.000 acciones con un valor activo neto de solo 1,28 dólares por acción. Además de los certificados de opciones por 30.000 acciones para ser otorgadas a los suscriptores, había también certificados por 15.000 acciones que estaban en manos de los directivos.

Había buenas razones, pues, para creer que la empresa ocupaba una buena posición en un sector en crecimiento. Sin embargo, un análisis hubiese mostrado que la participación del público en cualquier aumento de beneficios quedaba seriamente diluida de tres formas distintas: por el coste en efectivo sustraído de la nueva emisión de acciones, por las pequeñas contribuciones tangibles aportadas por los propietarios en interés de sus acciones y por los certificados de opción de compra que absorberían parte de cualquier incremento de valor. Para mostrar el efecto de dicha dilución, supongamos que la empresa es tan exitosa que su valor duplica el de sus

activos tangibles después de su financiación; —por ejemplo, de alrededor de 1.000.000 con respecto a activos por valor de 484.000 dólares. ¿Cuál podría ser entonces el valor de las acciones que pagó el público a 6,25 dólares? De no existir los certificados de opciones, este valor podría ser de 8 dólares por cada una de las 126.000 acciones. Pero puesto que hay un valor de, por ejemplo, 2 dólares por acción para los certificados, la acción valdrá solo 7,25 dólares cada una. Por consiguiente, un grado sustancial de éxito por parte de la empresa añadiría incluso un simple 16% al valor de compra del público. Si las cosas fuesen mal, una gran parte de la inversión desaparecería con rapidez.

¿Debería el público financiar nuevas empresas? Una observación exhaustiva de la financiación de nuevas empresas registradas en la CNMV desde 1933 nos han dado una respuesta pesimista con respecto a su solidez y su servicio económico a la nación. La aportación de capital a nuevos negocios es esencial para el progreso de Estados Unidos, pero las *nuevas empresas* financiadas *públicamente* nunca han supuesto una contribución sustancial para el crecimiento del país. Wall Street siempre ha considerado que el capital para estas empresas arriesgadas debe ser suplido de manera privada y personal, ya sea por los propios organizadores o emprendedores o por gente próxima a estos. Además, la venta de acciones por parte de nuevos negocios nunca ha sido un objetivo muy respetable, y la banca de inversión líder nunca se ha inmiscuido en ello. Estos extraños canales de financiación tienen un coste tan elevado —para el *público*— que las posibilidades de la nueva empresa, de por sí pequeñas, se ven muy disminuidas.

Nosotros consideramos que se serviría mejor a los intereses de la nación si se modifica la Ley de Valores, prohibiendo la oferta pública de productos financieros emitidos por empresas nuevas carentes de la estabilidad suficiente. No será fácil definir con precisión el criterio de «estabilización» —por ejemplo: tamaño, número de años operando sin pérdidas— y puede que sea necesario delegar cierto poder de discreción a la CNMV. Creemos, sin embargo, que los casos que se hallan en los límites, de difícil definición, serían pocos (aunque el segundo ejemplo expuesto tal vez hubiese entrado en esa categoría). Sería conveniente que los poderes y obligaciones de la CNMV fueran menores en aquellas cosas sin importancia. Pero, por lo que respecta a proteger a un público incapaz de protegerse a sí mismo, nos inclinamos hacia una legislación más drástica.

Promociones *blue sky*. En los «buenos tiempos» los promotores de acciones fraudulentas dependían tanto de la presión de los vendedores que rara vez se molestaban en dotar a sus propuestas de una apariencia de seriedad. Eran capaces de vender acciones de una empresa minera que ni

siquiera había hecho un agujero en el suelo o cuyo único argumento de venta era que los primeros socios de Henry Ford se hicieron ricos. Las víctimas, en realidad, estaban comprando *blue sky* (cielo azul) y nada más. Cualquiera que tuviera un poco de sentido de los negocios habría detectado la poca valía de dichas empresas con solo echarles un vistazo. De hecho, el papel de baja calidad utilizado en sus prospectos hubiese sido suficiente para darse cuenta de que había fraude.

El endurecimiento de las regulaciones estatales y federales contra dichos fraudes ha conducido a una promoción diferente de los productos financieros. En lugar de ofrecer algo totalmente carente de valor, el promotor selecciona una empresa que pueda vender a un precio mayor al de su valor real. De ese modo se puede acatar la ley y seguir explotando al público. Las nuevas empresas mineras y petroleras han sido las preferidas para este tipo de emisiones, puesto que es fácil de convencer al inexperto exagerando el valor. La CNMV se ha venido ocupando cada vez más de este tipo de pequeños fraudes. En teoría, un promotor puede ofrecer algo que vale 1 dólar y venderlo a 5 dólares, siempre que dé a conocer todos los datos y no los falsifique. La Comisión no está autorizada para evaluar la solidez de los nuevos productos financieros o la equidad de su precio (excepto en el caso de emisión de empresas de servicios públicos que se rigen por los términos de la Public Utility Holding Company Act de 1935). Pero intenta hacer lo posible, a través de distintos medios de presión, para desalentar y hasta prevenir las ofertas más injustas. Sin embargo, es esencial que el público reconozca que los poderes de la Comisión están seriamente limitados y que solo el análisis crítico del comprador puede prevenirle de ser timado.

Las actividades promocionales se sienten atraídas especialmente por cualquier nuevo sector que esté a la vista del público, Los beneficios obtenidos por quienes han sido pioneros en ese campo, o inclusive por la empresa emisora, pueden dar una sensación engañosa de permanencia o de futuro crecimiento. Por ello, incluso las grandes sobrevaloraciones son susceptibles de venderse. En las emisiones de empresas de licor de 1933, el grado de sobrevaloración dependía enteramente del grado de conciencia de los patrocinadores. Por ello, en la lista de oferta de acciones había de todo tipo, desde las ligeramente bajas hasta la casi completamente fraudulentas.⁴⁵⁵ Algo similar ocurrió con la emisión de compañías de aviación de 1938-1939. El público debería recordar que siempre que a un determinado sector le comience a resultar fácil reunir capital, significa que las posibilidades de negocio fraudulento son muchas, y que el peligro de

⁴⁵⁵ Véase la nota 55 del Apéndice, relativa a la experiencia de los inversores en la emisión de acciones de cerveceras de 1933.

un excesivo desarrollo de la industria es un riesgo muy real.

Repercusiones de una inversión bancada poco sólida. La relajación de las normas de la banca de inversión a finales de la década de 1920 y la aplicación de métodos ingeniosos para aumentar sus primas ha repercutido negativamente en el campo de la gestión empresarial. Los directivos de operaciones se creían con derecho no solo a impresionantes salarios sino también a obtener una sustancial participación de los beneficios de la empresa. En este sentido, los acuerdos de los fondos de inversión —diseñados por las bancas de inversión para su propio beneficio— brindaron un estimulante ejemplo al mundo de los «grandes negocios». Si es apropiado o no que los ejecutivos reciban primas anuales de varios cientos de miles y hasta de millones de dólares es probablemente una cuestión dudosa. Su respuesta dependerá de hasta qué punto el éxito de la empresa es debido a sus habilidades, y eso es muy difícil de determinar con certeza. Sin embargo, no puede negarse que se utilizaron medios retorcidos y cuestionables para asegurar estas grandes primas sin informar de su total magnitud a los accionistas. Los certificados de opción (o los derechos de suscripción a largo plazo) para la compra de acciones a precios bajos demostraron ser un excelente instrumento para ese propósito, —como ya hemos apuntado al analizar las relaciones entre accionistas y los directivos.

En este campo, una publicidad continuada no es solo teóricamente deseable, sino que también tiene una utilidad práctica. La legislación de 1933-1934 marca un innegable avance en este aspecto, puesto que las primas de los directivos deben ser divulgadas en los informes de registro y en suplementos anuales (formulario 10-K). Con la divulgación de dicha prima, creemos que se salvaguarda el interés de los accionistas, pues se previene que, con ello, se pasen todos los límites razonables.

Capítulo 48

Aspectos de la piramidación de empresas

La piramidación en las finanzas corporativas es la creación de una estructura de capital especulativo por parte de una sociedad *Holding* o una serie de *Holdings*. Normalmente el propósito de este tipo de estructura es permitir a los organizadores el control de grandes empresas con una mínima o nula inversión de capital y asegurarse la mayor parte de los beneficios y de su valor de empresa en funcionamiento. Este mecanismo es utilizado principalmente por quienes tienen intereses dominantes para «cobrar» los beneficios especulativos de su *holding* y al mismo tiempo retener el control. Con los recursos obtenidos, estos triunfadores capitanes de las finanzas generalmente consiguen extender su control a otras empresas. Una muestra de la técnica de la piramidación puede observarse en las sucesivas maniobras de O. P. y M. J. Van Sweringen, que comenzaron con el control del, por aquel entonces poco importante, New York, Chicago, and St. Louis Railroad que rápidamente se convirtió en un imperio ferroviario.⁴⁵⁶

Ejemplo, la pirámide de Van Sweringen. La primera transacción de los Van Sweringen en el sector ferroviario tuvo lugar en 1916. Consistía en la compra de acciones ordinarias y preferentes por parte de la compañía New York Central Railroad por la cantidad de 8.500.000 dólares, lo que implicaba el control de la empresa New York, Chicago, and St. Louis Railroad (conocida como la «Nickel Píate»). Esta compra fue financiada mediante un pagaré al vendedor de 6.500.000 dólares y por un pago en

⁴⁵⁶ La historia completa de cómo funcionaba esta piramidación se relata en las audiencias ante el Committee on Banking and Currency (Comité para asuntos bancarios y monetarios) del Senado de Estados Unidos, 73° Congreso, 1ª sesión, de la resolución 84 del 72° Congreso, y en la resolución 56 del Senado del 73° Congreso, parte 2, pp. 563-777, junio 5 a 8, 1933, en *Stock Exchange Practices*. La historia también se detalla en la *Regulation of Stock Ownership in Railroads*, parte 2, pp. 820-1173 (*Honse Repon* n.º 2789, 71° Congreso, 3ª sesión), de manera especial en la p. 878 y siguientes. Para una representación gráfica del efecto de la piramidación en los servicios públicos, véase *Utility Corporations* (Sen. Doc. 92,70 Congreso, Iª sesión, pt. 72-A), pp. 154-166.

La piramidación más notoria ha sido la del plan de Insull. Un interesante ejemplo de otro tipo lo presenta la relación entre la United States and Foreign Securities Corporation y la United States and International Securities Corporation. Estas dos situaciones se describen brevemente en la nota 64 del Apéndice.

efectivo de 2.000.000 de dólares, que a su vez fue obtenido mediante un préstamo del Cleveland Bank. Las siguientes adquisiciones de muchas otras empresas fueron realizadas por distintos medios, entre los que se incluían:

1. La formación de una empresa privada a tal efecto (como la Western Corporation para adquirir el control de Lake Erie and Western Railroad Company, y de la Clover Leaf Corporation para controlar la compañía Toledo, St. Louis and Western Railroad, ambas en 1922).
2. El uso de recursos de una empresa ferroviaria para adquirir el control de otras (como la compañía New York, Chicago and St. Louis Railroad, que compró grandes cantidades de acciones de la Chesapeake and Ohio Railway y de la Pere Marquette Railway Company durante 1923 y 1925).
3. La formación de una sociedad *holding* para controlar una vía individual con la venta de productos financieros del *holding* al público (como la Chesapeake Corporation, que tomó control de la Chesapeake and Ohio Railway Company y vendió sus propios bonos y acciones al público en 1927).
4. La formación de una sociedad *holding general* (como la Alleghany Corporation creada en 1929). Este ambicioso proyecto tomó el control de muchas empresas ferroviarias, mineras y de otro tipo.

El informe sobre «las sociedades *holding Van Sweringen*» realizado para la Cámara de Representantes en 1930⁴⁵⁷ incluye un interesante gráfico que muestra la diferencia entre el control ejercido por los Van Sweringen y su relativa pequeña porción de acciones o intereses financieros en las empresas controladas. En la página siguiente se incluye un resumen con esos datos. Las cifras de la columna A muestran el porcentaje de productos financieros con derecho a voto que tenían o que estaban controlados por los Van Sweringen; las cifras de la columna B muestran la proporción de «capital aportado» (bonos, acciones y excedentes) que poseían en realidad directa o indirectamente.

Es importante recordar que antes de la guerra se hizo un uso similar de una sociedad *holding* para conseguir el control piramidal de propiedades ferroviarias, como el caso de la Rock Island Company. Esta empresa fue creada en 1902. A través de una filial intermediaria, adquirió casi todas las acciones ordinarias de la compañía Chicago, Rock Island and Pacific Railway y cerca del 60% de las acciones de la compañía St. Louis and San Francisco Railway. A cambio de estas acciones, las dos sociedades del *Holding* emitieron grandes cantidades de bonos colaterales, acciones

⁴⁵⁷ House Repon 2789, Congreso 71,3ª sesión, parte 2, pp. 820-1173.

preferentes y ordinarias. En 1909 se vendieron las acciones de la St. Louis and San Francisco. En 1915, la empresa Rock Island y su filial entraron en bancarrota; las acciones de la sociedad operativa fueron asumidas por el fondo de tenedores de bonos con garantía subsidiaria; y las emisiones de acciones de la sociedad *holding* se evaporaron completamente.

Empresas	A. Control,%	B. Capital,%
<i>Sociedades holding:</i>		
The Vaness Co.	80,0	27,7
General Securities Corp.	90,0	51,8
Geneva Corp.	100,0	27,7
Alleghany Corp.	41,8	8,6
The Chesapeake Corp.	71,0	4,1
The Pere Marquette Corp.	100,0	0,7
Virginia Transportation Corp.	100,0	0,8
The Pittston Co.	81,8	4,3
<i>Empresas ferroviarias:</i>		
The New York, Chicago and St. Louis R. R. Co.	49,6	0,7
The Chesapeake and Ohio Railway Co.	54,4	1,0
Pere Marquette Railway Co.	48,3	0,6
Erie Railroad Co.	30,8	0,6
Missouri Pacific Railroad Co.	50,5	1,7
The Hocking Valley Railway Co.	81,0	0,2
The Wheeling and Lake Erie Railway Co.	53,3	0,3
Kansas City Southern Railway Co.	20,8	0,9

El ignominioso desplome de esta empresa arriesgada fue tomado entonces como el símbolo del final de las «altas finanzas» en el sector ferroviario. Pero diez años más tarde fueron introducidas nuevamente las mismas malas prácticas, aunque incrementadas y con las correspondientes mayores pérdidas para los inversores. Cabe añadir que las investigaciones del Congreso sobre las sociedades *holding* ferroviarias, realizadas en 1930, tuvieron su contraparte en una investigación similar sobre las finanzas de la Rock Island Company realizada por la Comisión Interestatal del Comercio en 1914. La memoria de la comunidad financiera es proverbial y angustiosamente corta.

Los males de la piramidación corporativa. La táctica de la piramidación es perjudicial para el público que compra servicios

financieros desde varios puntos de vista. Provoca la creación y venta a los inversores de grandes cantidades de títulos prioritarios poco sólidos. Crea acciones comunes de sociedades *Holding* que están sujetas a rápidos incrementos de su rentabilidad durante los años favorables y que invariablemente se convierten en un vehículo para la desastrosa especulación pública. La posesión del control por parte de aquellos que no tienen capital real invertido (o muy poco) es injusto⁴⁵⁸ y provoca políticas de gestión irresponsables y poco sólidas. Finalmente los instrumentos de la sociedad *Holding* permitían prácticas financieras que exageraban las ganancias declaradas, los dividendos y los «valores contables» durante los tiempos de prosperidad, y por ello intensificaban el fervor especulativo y facilitaban la manipulación del mercado. De estas cuatro objeciones a la piramidación corporativa, las primeras tres son evidentes, pero la última requiere un cierto análisis para presentar sus diferentes implicaciones.

Sobreestimación de beneficios. Las sociedades *Holding* pueden sobreestimar su aparente rentabilidad mediante una excesiva y elevada valoración de los precios de los dividendos de las acciones que recibe de sus filiales o a través de la inclusión en sus ingresos de los beneficios obtenidos por la venta de acciones de las empresas filiales.

Ejemplos. El principal activo de la Central States Electric Corporation era un bloque de acciones de la North American Company en la cual se pagaban regularmente dividendos. Antes de finales de 1929, estos dividendos fueron declarados como ingresos por Central States al precio de mercado. Como explicamos en el capítulo sobre dividendos de acciones, esos precios de mercado promediaban mucho más que el valor que la North American imputaba a los dividendos de acciones contra sus excedentes y también mucho más que las ganancias distribuibles de las acciones de North American. Por consiguiente, la cuenta de resultados daba una impresión equivocada de los beneficios acumulados por la empresa.

Una transacción de características algo diferentes pero de efectos parecidos a los descritos anteriormente fue expuesta por el informe de la American Founders Trust de 1927. En noviembre de 1927, la American Founders ofreció a sus accionistas el privilegio de comprar 88.400 acciones clase B de la International Securities Corporation of America a 16 dólares. La International Securities Corporation era una filial de la American Founders, y esta última había adquirido dichas acciones a un coste en efectivo de 3,70 dólares por acción en 1926. American Founders declaró en 1927 unos beneficios netos por ordinarias de 1.316.488 dólares, gran parte de los cuales fueron creados por sus propias acciones a través de

⁴⁵⁸ Véase la nota 65 del Apéndice para ejemplos sobre este tema.

la compra de las acciones de la filial.⁴⁵⁹

Distorsión por el rendimiento de dividendos. Así como los ingresos de una empresa pueden ser exagerados a través de los dividendos recibidos, también el rendimiento de dividendos por acción puede ser distorsionado en la mente del público cuando se paga periódicamente dividendos con una valoración de mercado que excede los beneficios corrientes. Es fácil persuadir a la gente por lo que respecta al valor de los frecuentes derechos de suscripción como un equivalente del rendimiento de los ingresos por acciones ordinarias. Las empresas piramidales son pródigas con los derechos de suscripción, puesto que estos fluyen de las sucesivas nuevas adquisiciones y de la nueva financiación, las cuales estimulan la ambición de quienes tienen el control de la sociedad y mantienen la fiebre del interés especulativo hasta la inevitable caída.

La emisión de derechos de suscripción a veces brinda al mercado de acciones la oportunidad de dejarse llevar por un peculiar razonamiento circular que constituye la alegría del manipulador y la pesadilla del analista. Por ejemplo, las acciones de la Empresa A no aparentan valer más de 25. La especulación y la actividad de los manipuladores la eleva a 75. Se ofrecen derechos de compra de acciones adicionales a 25, y estos derechos tienen un valor, digamos, de 10 dólares cada uno. Para los manipuladores, estos derechos son prácticamente un dividendo de 10 dólares. Se trata de una prima que no solo justifica el aumento a 75 sino que garantiza mayor optimismo y un precio más elevado. Para el analista, todo el procedimiento no es más que una ilusión y una trampa. Cualquiera que sea el valor que tengan los derechos, estos se deben únicamente al entusiasmo infundado de los especuladores, y aun así dicho valor quimérico es aceptado como ingreso tangible y como justificación del entusiasmo que le dio origen. De esa manera, con el apoyo del manipulador, el público especulativo puja por sí mismo hasta unas alturas de irracionalidad vertiginosas.

Ejemplo. Entre agosto de 1928 y febrero de 1929, las acciones de la compañía American and Foreign Power subieron de 33 a 138⁷/_s, sin pagar dividendos. Se ofrecieron derechos a los accionistas ordinarios (y demás tenedores) para comprar acciones de segunda preferencia con certificados de opciones de compra separados. La oferta de estos derechos, que tenían un valor inicial de mercado de aproximadamente 3 dólares, fue interpretada por muchos como el equivalente a un dividendo de acciones

⁴⁵⁹ En los tres años de 1928-1930, el grupo American Founders declaró beneficios de inversión netos de aproximadamente 43.300.000 dólares; pero toda esa cantidad y aún más derivaba de transacciones interempresariales como la descrita. Véase el informe de la CNMV (S.E.C., en su siglas en inglés) *Over All Report on Investment Trusts*, parte III, capítulo VI, secciones II y III, del 12 de febrero de 1940.

ordinarias.

Exageración del valor contable. La exageración del valor contable puede darse en los casos en los que sociedad de cartera posee la mayoría de las acciones de una filial, estableciendo una cotización artificialmente alta mediante la emisión de la subsidiara manipulando pequeños importes de acciones remanentes en el mercado. Esta alta cotización es luego tomada como base para calcular el valor contable (a veces llamado «valor de liquidación») de las acciones sociedad de cartera. Un caso precoz de este tipo de práctica fue el de Tobacco Products Corporation (Va.) que poseía cerca del 80% de las acciones ordinarias de la United Cigar Stores Company of America. En 1927 se estableció un precio inusualmente alto por la pequeña porción de acciones de Cigar Stores disponibles en el mercado. Esta alta valoración se utilizó para que las acciones de Tobacco Products resultasen más atractivas para el comprador incauto. Una parte de esta campaña manipuladora la constituían su objetable contabilidad y la política de dividendos de la United Cigar Stores, que hemos expuesto anteriormente.

Otro ejemplo aún más extraordinario es el caso de la Electric Bond and Share Company, que se descubrió por la posesión de la mayoría de los certificados de opción de American and Foreign Power Company. Todo este mecanismo parece haber urdido la trama que indujo al público a pagar precios desorbitados sin que ese «absurdo» fuese demasiado evidente. Un breve repaso de los pasos de este delirio de valores inflados puede aportar claridad a los estudiosos del análisis financiero.

En primer lugar, la compañía American and Foreign Power emitió un total de 1.600.000 acciones ordinarias, y certificados de opción de compra por 7.100.000 acciones más a 25 dólares. Esto hizo posible que se estableciera un precio para las acciones ordinarias que capitalizaba generosamente sus beneficios y perspectivas pero que no prestaba atención a la existencia de los certificados de opciones. La cotización de las acciones ordinarias fue respaldada por la emisión de derechos, tal como hemos explicado anteriormente.

En segundo lugar, el elevado precio registrado para la relativamente pequeña emisión de acciones ordinarias creó un valor tan alto como corresponde a los millones de certificados de opciones.

En tercer lugar, Electric Bond and Share podía de esta manera aplicar esos altos valores a su enorme cantidad de certificados de opciones de American and Foreign Power, dando lugar así a un valor exageradamente inflado de su propias acciones.

Explotación de los certificados de opciones de compra. El resultado de este proceso en su punto álgido fue realmente increíble. Las ganancias

disponibles de las acciones ordinarias de American and Foreign Power han mostrado la siguiente tendencia alcista (debido en gran parte, a continuas nuevas adquisiciones):

Año	Beneficios por ordinarias	Número de acciones	Beneficios por acción
1926	216.000 \$	1.243.988	0,17
1927	856.000	1.244.388	0,69
1928	1.528.000	1.248.930	1,22
1929	6.510.000	1.624.357	4,01

Basándose en la teoría de que «una buena acción de una empresa de servicio público vale hasta 50 veces sus ganancias corrientes», se llegó a un precio de 199¼ por las acciones ordinarias de la American and Foreign Power. Esto desencadenó que los certificados de opciones alcanzaran un precio de 1¼. Luego, debido a la locura de Wall Street, los beneficios de 6.500.000 dólares se convirtieron en un valor de mercado de 320.000.000 dólares para las acciones ordinarias y de 1.240.000.000 dólares para los certificados, dando un asombroso total de 1.560.000.000 dólares.

Puesto que más del 80% de los certificados eran propiedad de Electric Bond and Share Company, el efecto de esos absurdos precios de los productos financieros subordinados de American and Foreign Power desencadenó unos valores de liquidación de las acciones ordinarias de Electric Bond and Share igualmente absurdos. Se abusó de la utilización de este valor de liquidación para justificar cotizaciones cada vez más altas de su última emisión. En marzo de 1929, el valor de mercado de la cartera de títulos de la empresa era equivalente a 108 dólares por acción (de nuevas acciones) con respecto a un intervalo de entre 91 y 97 de su propia cotización de mercado. La consecuencia de esa situación fue que la acción de Electric Bond and Share estaba «subestimada». En septiembre de 1929, el precio subió a 184½. Después esto fue computado como «valor de liquidación» a aproximadamente 150, «sin adjudicar valor alguno al negocio de construcción y supervisión de la empresa». El público no se detuvo a reflexionar acerca de que una parte considerable de este «valor contable» estaba basada en la cotización de mercado ficticia de un activo que la empresa había recibido a cambio *de nada* unos años antes (como una prima de las acciones de segunda preferencia de la American and Foreign Power).

Este uso abusivo de los certificados de opciones tuvo un impulso peculiar porque estos siguieron utilizándose incluso en el período más profundo de la Gran Depresión de 1932-1933. El tiempo, sin embargo,

trajo su habitual revancha: la brillante American and Foreign Power Company temblaba al borde de la intervención judicial con un precio de solo $15\frac{1}{4}$ para sus bonos al 5%. Sin embargo, en noviembre de 1933, aquellos anodinos certificados aún tenían una cotización consolidada en el mercado de casi 50.000.000 de dólares, lo cual guardaba una relación ridícula con el valor que tenían los productos financieros prioritarios de la empresa. La siguiente tabla muestra lo absurdo de la situación, especialmente si se tiene en cuenta ese período en que los precios de las acciones estaban deflacionados, que es cuando los valores relativos presumiblemente deben estar sujetos a un mayor análisis crítico.

TABLA 48.I
(Miles omitidos en valor del mercado)

Emisión	Monto en circulación	Precio nov. 1933	Valor total del mercado 1933	Precio a 31 diciembre, 1938	Valor total del mercado 1938
Obligaciones al 5%	50.000 \$	40	20.000 \$	53	26.500
Acciones preferentes a 7 \$	480	21	10.100	$19\frac{7}{8}$	9.300
Acciones preferentes a 6 \$	387	15	5.800	15	5.800
Acciones preferentes secundarias a 7 \$	2.655	12	31.900	$9\frac{1}{4}$	24.900
Acciones ordinarias	1.850	10	18.500	$3\frac{1}{2}$	6.500
Certificados de opciones	6.874	7	48.100	1	6.900

A finales de 1938, tal como indica la tabla, gran parte de las absurdas cotizaciones se habían corregido.

Algunas empresas no tienen la culpa de la excesiva piramidación. Para no crear una falsa impresión, debemos puntualizar que, a pesar de que la piramidación es usualmente realizada por sociedades de cartera, eso no significa que todas las sociedades de cartera se hagan con estos fines y que, por lo tanto, todas sean censurables. Este tipo de sociedades son a menudo utilizadas con fines perfectamente legítimos como, por ejemplo, permitir operaciones económicas unificadas de unidades distintas, diversificar la inversión y el riesgo y ganar ciertas ventajas técnicas de flexibilidad y conveniencia. Muchas empresas sólidas e importantes adoptan esta forma de sociedad de cartera.

Ejemplos. La United States Steel Corporation es un *holding*; si bien originalmente tenía algunos elementos de piramidación, estos desaparecieron con posterioridad. La compañía American Telephone and

Teiegraph es preponderantemente un *holding*, sin embargo su estructura financiera no ha sido nunca el blanco de las críticas. General Motors Corporation también es en cierta medida una sociedad de estas características. La empresa American Light and Traction es un típico ejemplo de sociedad *holding* organizada en su totalidad con fines legítimos. Por otra parte la adquisición del control de esta empresa por parte de United Light and Railways Company (Del.) debe ser vista como unamaniobrapiramidal a favor de los intereses de United Light and Power.

La estructura de capital especulativa puede ser creada de otras formas. Debemos señalar también que la estructura de capital especulativa puede ser creada sin el uso de una sociedad de cartera.

Ejemplos. La recapitalización de Maytag Company, de la que hemos hablado en capítulos anteriores, dio unos resultados que normalmente se consiguen con la formación de una sociedad de cartera y con la venta de productos financieros. En el caso de Continental Baking Corporation —por citar otro ejemplo—, el tipo de cartera no fue la causa principal de los resultados piramidales que se obtuvieron. La estructura especulativa se debió enteramente a la creación de emisiones preferentes por parte de la compañía matriz, y esta aún existiría si Continental Baking hubiese adquirido todas las propiedades directamente, eliminando sus filiales. (Tal como sucedió en 1938, esta compañía adquirió activos de sus principales filiales, eliminando de esta forma en gran parte la forma de sociedad de cartera, aunque conservando la estructura especulativa de capital.)

Restricciones legislativas a la piramidación. Tan espectaculares fueron los desastrosos efectos de la piramidación en empresas de servicios públicos durante la década de 1920 que el Congreso tuvo que tomar medidas drásticas. La *Public Utility Holding Company Act* de 1935 incluyó la que se denominó «sentencia de muerte» para muchos de los sistemas existentes, exigiendo a las empresas que simplificaran sus estructuras de capital y vendieran las filiales que operasen en territorio no contiguo. La formación de nuevas pirámides se bloqueó eficazmente al requerirse aprobación por parte del Congreso para todas aquellas adquisiciones y nuevas financiaciones. Posteriormente se dieron pasos similares para regular las sociedades en cartera ferroviarias y prevenir la creación de nuevas.⁴⁶⁰

Debemos decir, con cierta confianza, que el espectáculo de la debacle

⁴⁶⁰ Véase la resolución del Senado del 71 al 74 Congreso y los 21 volúmenes de las audiencias que han aparecido hasta la fecha (diciembre 1939). Véase también a resolución del Senado 180, 75° Congreso, 1° sesión y resolución del Senado 25, pts. 1, 4 y 5, 76° Congreso, 1° sesión.

de Van Sweringen con la consecuente caída de la compañía Rock Island probablemente no se repetirá en el futuro. El sector industrial nunca ofreció a las altas finanzas las mismas posibilidades de romance que las que hubo entre estas y las empresas ferroviarias y de servicios públicos, pero puede ser que el ingenio y la creatividad de los magos financieros y promotores dirijan su esfuerzo hacia la industria en el futuro. Los inversores y los analistas no deben bajar la guardia ante posibles nuevas sorpresas.

Capítulo 49

Análisis comparativo de empresas del mismo sector

Las comparaciones estadísticas de grupos que operan en un mismo sector industrial son una parte rutinaria del trabajo del analista. Estas tablas permiten que cada empresa pueda ser estudiada en el contexto de un determinado sector. A menudo, los estudios comportan que salgan a la luz problemas de subestimación o sobrevaloración que evidencian que los productos financieros de una empresa deberían ser reemplazados por los de otra del mismo sector.

En este capítulo sugeriremos una serie de formularios estandarizados para poder realizar esos análisis comparativos y expondremos también el significado de los distintas partidas que se incluyen en ellos. Debemos señalar que dichos formularios se consideran «estándar» solo en el sentido de que pueden utilizarse fácilmente en la mayoría de los casos; por lo tanto, no son formularios perfectos, y el estudiante es libre de hacer los cambios que crea convenientes y adecuados para su propósito en concreto.

Formulario I. Comparación del sector ferroviario

A. Capitalización:

1. Gastos fijos.*
2. Deuda efectiva (Gastos fijos* multiplicados por 22).
3. Acciones preferentes en el mercado (número de acciones × precio de mercado).
4. Acciones ordinarias en el mercado (número de acciones × precio de mercado).
5. Capitalización total.
6. Ratio de deuda efectiva en relación a la capitalización total.
7. Ratio de acciones preferentes en relación a la capitalización total.
8. Ratio de acciones ordinarias en relación a la capitalización total.

B. Cuenta de resultados:

9. Ingresos brutos.
10. Ratio de mantenimiento en relación al bruto.
11. Ratio de ingresos de explotación ferroviaria (neto después de impuestos) en relación al bruto.
12. Ratio de gastos fijos* en relación al bruto.
13. Ratio dividendos preferentes en relación al bruto.
14. Ratio de balance de acciones ordinarias en relación al bruto.

C. Cálculos:

15. Número de veces que se devengaron los gastos fijos.*
15. P.I. † Número veces que se devengaron los gastos fijos más los dividendos preferentes.
16. Devengado por acciones ordinarias, por acción.
17. Devengado por acciones ordinarias, % del precio de mercado.
18. Ratio del bruto respecto al valor de mercado agregado, de las acciones ordinarias ($9 \div 4$).
16. P.E. ‡ Devengado por acciones preferentes, por acción.
17. P.E. Devengado por acciones preferentes, % del precio de mercado.
18. P.E. Ratio del bruto respecto al valor de mercado agregado, de las acciones preferentes ($9 \div 3$).
19. Abono o débito de los ingresos por beneficios no distribuidos o pérdidas de filiales (si fueran importantes).

D. Cifras promedio de los últimos siete años:

20. Devengado por acciones ordinarias, por acción.
21. Devengado por acciones ordinarias, % del precio de mercado.
20. P.E. ‡ Devengado por acciones preferentes, por acción.
21. P.E. Devengado por acciones preferentes, % del precio de mercado
22. Número de veces que se devengaron las deducciones netas más los dividendos de preferentes
23. Número de veces que se devengaron los gastos fijos más los dividendos de preferentes.
22. P.I. Número de veces que se devengaron las deducciones netas más los dividendos de preferentes.
23. P.I. Número de veces que se devengaron los gastos fijos más los dividendos preferentes.

E. Cifras de tendencia:

- 24 a 30. Beneficios anuales por acción ordinaria durante los últimos siete años. (Cuando sea necesario, los beneficios deben ser ajustados a la capitalización actual.)
24. P.E. a 30. P.E. La misma información para las acciones preferentes especulativas, si se desea.

F. Dividendos:

31. Precio del dividendo sobre la acción ordinaria.
32. Rentabilidad del dividendo sobre la acción ordinaria.
31. P. Precio del dividendo sobre la acción preferente.
32. Rentabilidad del dividendo sobre la acción preferente

* O deducciones netas si son superiores.

† P.I.= Para analizar una acción preferente de inversión.

‡ P.E.= Para analizar una acción preferente especulativa.

Observaciones con respecto a la comparativa del sector ferroviario.⁴⁶¹ Tradicionalmente se ha basado el análisis de beneficios en las cifras de los años naturales anteriores con ciertas referencias a los últimos informes provisionales. Pero, puesto que las cifras completas están disponibles actualmente cada mes, es más lógico y efectivo ignorar la división del año natural y analizar los resultados de los últimos doce meses disponibles. La forma más simple de obtener esas cifras de los últimos doce meses es aplicar el *cambio* que muestra el ejercicio actual a los resultados del anterior año natural.

Ejemplo:

**Ingresos brutos de la Pennsylvania Railroad System
En los 12 meses que terminan en junio de 1939**

(1) 6 meses hasta junio de 1939 (declarados).....	189.623.000 \$
(2) 6 meses hasta junio de 1938 (declarados).....	167.524.000
(3) Diferencia	+22.099.000
(4) Año natural de 1938	360.384.000
12 meses hasta junio 1939 (4 más 3).....	<u>382.483.000 \$</u>

Nuestra tabla incluye algunos cálculos importantes basados en la media de siete años. En un estudio más profundo, los resultados de la media deben analizarse con mayor detalle. Para ahorrar tiempo, es conveniente que se computen otras medias solo en los casos que el analista considere que debe investigarse más después de haber examinado los documentos aplicando el «formulario estándar». La decisión de si el período a promediar ha de ser de siete años, mayor o menor, es una cuestión de criterio personal. En teoría, debería escogerse un período lo suficientemente largo como para cubrir una fluctuación cíclica completa, aunque no tan largo como para incluir factores que no están actualizados. Por ejemplo, los seis años comprendidos entre 1934-1939 pueden considerarse una elección más acertada que un período más largo como el de 1933-1939.

Las cifras referidas a acciones preferentes pueden ser de dos tipos, según si la emisión se considera para inversión de valor fijo o como un compromiso especulativo. (Normalmente el precio del mercado indica con claridad a qué categoría pertenece la emisión.) Las partidas señaladas

⁴⁶¹ Se hace referencia a capítulos previos para la explicación de la terminología y las evaluaciones críticas a que se mencionan en este análisis.

como «P.I.» se utilizarán al analizar acciones preferentes de inversión, y los marcados como «P.E.» cuando se estudien las preferentes especulativas. De existir bonos de renta, el procedimiento más simple y satisfactorio sería tratarlos como si fuesen una emisión de acciones preferentes con una indicación de su título real. Los intereses de esos bonos deben ser excluidos por ello de las deducciones netas o de los gastos fijos.

En la siguiente tabla comparativa hemos aplicado el criterio anterior en cuanto a que la deuda efectiva debe ser contabilizada capitalizando la cifra mayor de las deducciones netas o de los gastos fijos. Al utilizar esta tabla como una ayuda para la selección de emisiones para invertir, debe prestarse mucha atención a los puntos 22 y 23 (o 22 «P.I.» y 23 «P.I.»), que muestran el margen promedio sobre los intereses (y dividendos preferentes) requeridos. Debe prestarse también atención a los puntos 6,7 y 8, que muestran la división entre capitalización total de acciones prioritarias y subordinadas. (Al negociar bonos, las acciones preferentes son parte del capital subordinado; si se emplean acciones preferentes para invertir, deben incluirse con la deuda efectiva.) Los puntos 10 y 19 también deben ser examinados para verificar si los beneficios han sido sobreestimados por un mantenimiento inadecuado o por la inclusión de dividendos no percibidos de filiales.

Las acciones preferentes especulativas serán normalmente analizadas de igual manera que las ordinarias, y las similitudes serán cada vez mayores cuando el precio de las preferentes sea más bajo. Debe recordarse, sin embargo, que una acción preferente es siempre menos atractiva que una acción ordinaria aunque tenga el mismo rendimiento. Por ejemplo, una preferente de 6 dólares con un beneficio de 5 dólares por acción es intrínsecamente menos deseable que una acción ordinaria con un beneficio de 5 dólares por acción (y con los mismos gastos previos), puesto que esta última tiene derecho a toda las acciones presentes y futuras, mientras que la acción preferente está estrictamente limitada a su reclamación en el futuro.

Al comparar las acciones ordinarias ferroviarias (y preferentes equivalentes), el punto de partida es el porcentaje devengado en el precio de mercado. Esto puede determinarse en función del análisis de los puntos 10 y 19. Los puntos 12 y 18 indicarán si es una empresa especulativa o capitalizada de manera conservadora. Una vía de capitalización especulativa mostrará un gran ratio de deducciones netas frente al bruto y (normalmente) un pequeño ratio de acciones ordinarias al valor de mercado frente al bruto. Lo contrario ocurrirá en una vía de capitalización más conservadora.

Límites en la comparación entre empresas capitalizadas de forma especulativa o conservadora dentro del mismo sector. El analista debe tener cuidado a la hora de sacar conclusiones con respecto al supuesto atractivo de dos acciones ordinarias ferroviarias cuando una ha sido capitalizada de forma especulativa y la otra de forma conservadora. Ambas emisiones responderán de modo muy distinto a los cambios, para bien o para mal, de manera que las ventajas que unas puedan poseer en condiciones normales pueden perderse enseguida ante un cambio de contexto.

Ejemplo. El ejemplo mostrado en la página siguiente ilustra doblemente la falsedad de comparar una acción ordinaria capitalizada especulativamente con otra capitalizada de forma conservadora. En 1922 los beneficios de las acciones de Union Pacific eran casi cuatro veces superiores en relación al precio de mercado de las acciones, que los de Rock Island. La conclusión, basada en esas cifras, de que Union Pacific era «más barata» hubiese sido falsa, porque las estructuras de capitalización relativas eran tan diferentes que hacían que ambas empresas fuesen incomparables. Este hecho se observa gráficamente por el mayor aumento de los beneficios y del precio de mercado de las acciones de Rock Island que acompañó al moderado incremento de los ingresos brutos del negocio durante los cinco ejercicios siguientes.

En 1927, la situación era la opuesta. En ese momento, la acción de Rock Island estaba ganando proporcionalmente más que la de Union Pacific. Sin embargo, hubiese sido igualmente falso concluir que las acciones de Rock Island eran «intrínsecamente más baratas». La estructura de capitalización especulativa de esta última la hacía altamente vulnerable ante situaciones desfavorables, hasta el punto de que no pudo resistir los efectos de la depresión de 1929.

Otros ejemplos en el Apéndice. Este método práctico de análisis comparativo de acciones ferroviarias (y bonos) puede ilustrarse mejor mediante algunas de las comparativas efectuadas por uno de los autores de este libro hace algunos años y que fueron publicadas como parte de los servicios prestados a clientes de una firma de la Bolsa de Valores de Nueva York. Se pueden encontrar en la nota 66 del Apéndice. Observaremos que la comparación ha sido realizada entre empresas con prácticamente el mismo tipo de estructura de capitalización, excepto en el caso de la comparativa entre Atchison y New York Central, en la cual se hizo especial hincapié en la mayor sensibilidad a los cambios de la New York Central.

TABLA 49. I
Comparación de las acciones ordinarias de Union Pacific y Rock Island

Partida	Union Pacific R.R.	Chicago, Rock Island, & Pacific Ry.
A. Muestra del efecto de un incremento general:		
Precio promedio de la acción común, 1922	140	40
Beneficios por acción, 1922	12,76 \$	0,96 \$
% beneficios sobre precio de mercado, 1922	9,1%	2,4%
Gastos fijos y dividendos de preferentes devengados, 1922	2,39 veces	1,05 veces
Ratio entre el bruto y valor de mercado de acciones ordinarias, 1922	62%	419%
Incremento de ingresos brutos, 1927 con respecto a 1922	5,7%	12,9%
Beneficios por acción, 1927	16,05 \$	12,08 \$
Incremento de beneficios por acción, 1927 con respecto a 1922	26%	1.158%
Precio promedio de la acción, 1927	179	92
Incremento del precio promedio, 1927 con respecto a 1922	28%	130%
B. Muestra del efecto de un declive general del negocio:		
Devengado sobre precio promedio, 1927	9,0%	13,1%
Gastos fijos y dividendos de preferentes devengados, 1927	2,64 veces	1,58 veces
Ratio entre el bruto y valor de mercado, 1927	51%	204%
Disminución del bruto, 1933 con respecto a 1927	46%	54%
Beneficios por acción, 1933	7,88 \$	20,40(d) \$
Disminución de beneficios por acción, 1933 con respecto a 1927	51%	269%
Precio promedio de acción, 1933	97	6
Disminución del precio promedio, 1933 con respecto a 1927	46%	93%

Nota: en junio de 1933 Rock Island fue intervenida judicialmente por declararse en quiebra.

Formulario II. Comparación de empresas de servicios públicos

El formulario para comparar empresas de servicios públicos es prácticamente el mismo que el de las empresas ferroviarias. Los únicos cambios son los siguientes: los gastos fijos (como los mencionados en el punto 1 y siguientes) deben incluir los dividendos por preferentes subsidiarias.

El punto 2 pasa a llamarse «deuda pública consolidada y acciones preferentes subsidiarias» y estas deben eliminarse del balance. Los puntos 22 y 22 P.I., relativos a las deducciones netas, no son necesarios. El punto

10 se convierte en «ratio de depreciación respecto al bruto». Puede incluirse un punto, 10M, para mostrar el ratio de mantenimiento dividido entre el bruto» para las empresas que hacen pública esa información. Nuestras observaciones respecto a la comparativa de las ferroviarias sirven también para este sector. Las variaciones en la tasa de amortización son tan importantes como las variaciones en los ratios de mantenimiento de las ferroviarias. Cuando aparece una amplia diferencia, no debe darse por hecho que una es demasiado conservadora o que la otra no lo es lo suficiente, sino que debe plantearse una *conjetura* del origen de este efecto y debe investigarse la cuestión en profundidad. No se debe seguir un indicador estadístico de que la acción de una empresa de servicios públicos es más atractiva que otra antes de que (entre otros aspectos cualitativos) se haya hecho un estudio de la situación de los ratios y de las perspectivas de cambios favorables o desfavorables que tiene cada una. Teniendo en cuenta las experiencias tenidas desde 1933, se debe prestar atención a los peligros de la competencia municipal o federal.

Formulario III. Comparativa industrial (para empresas del mismo sector)

Puesto que este formulario difiere en muchos aspectos de las dos precedentes, se incluye íntegramente:

A. Capitalización:

1. Bonos a la par.
2. Acciones preferentes según valor de mercado (número de acciones × precio de mercado).
3. Acciones ordinarias según valor de mercado (número de acciones × precio de mercado).
4. Capitalización total.
5. Ratio de bonos respecto a capitalización.
6. Ratio del valor agregado del mercado de las acciones preferentes con respecto a capitalización.
7. Ratio del valor agregado del mercado de las acciones ordinarias con respecto a capitalización.

B. Cuenta de resultados (últimos años):

8. Ventas brutas.
9. Amortización.

10. Neto disponible para intereses de los bonos.
11. Intereses de los bonos.
12. Requisitos de los dividendos de preferentes.
13. Balance de las acciones ordinarias.
14. Margen de beneficios (ratio de 10 a 8).
15. % devengado sobre capitalización total (ratio de 10 a 4).

C. Cálculos:

16. Número de veces en que se devengaron los cobros de interés.
- 16.P.I. Número de veces en que se devengaron los cobros de interés más los dividendos de preferentes.
17. Devengado de acciones ordinarias, por acción.
18. Devengado de acciones ordinarias, % del precio de mercado.
17. P.E. Devengado de acciones preferentes, por acción.
18. P.E. Devengado de acciones preferentes, % del precio de mercado.
19. Ratio del bruto con el valor de mercado agregado de las acciones ordinarias.
19. S.P. Ratio del bruto con el valor de mercado agregado de las acciones preferentes.

D. Promedio de los últimos siete ejercicios:

20. Número de veces en que se devengaron los cobros de interés.
21. Devengado por acciones ordinarias, por acción.
22. Devengado por acciones ordinarias, % del precio de mercado.
(20 P.I., 21 P.E. y 22 P.E.: El mismo cálculo para las acciones preferentes, si se desea)

E. Cifras de tendencia:

23. Beneficio anual por acción ordinaria. Ganancias durante los últimos siete ejercicios (deberán hacerse ajustes sobre el número de acciones en circulación cuando sea necesario).
23. P.E. La misma información para las emisiones especulativas de preferentes, si se desea.

F. Dividendos:

24. Precio del dividendo sobre la acción ordinaria.
25. Rentabilidad del dividendo sobre la acción ordinaria.
24. P. Precio del dividendo sobre la acción preferente.
25. P. Rentabilidad del dividendo sobre la acción preferente.

G. Balance de situación:

26. Activo disponible.
27. Activos exigibles (menos reservas).
28. Existencias (menos reservas propias).
29. Activo circulante total.
30. Pasivo corriente total.
30. N. Efectos a pagar (Incluyendo «créditos bancarios» y «letras a pagar»).
31. Activo circulante neto.
32. Ratio de activo circulante entre pasivo corriente.
33. Ratio de existencias entre ventas.

34. Ratio activos exigibles entre ventas.
35. Neto de activos tangibles disponibles para capitalización total.
36. Valor de activo disponible de ordinarias por acción (deduciendo todas las obligaciones anteriores).
37. Neto del valor del activo circulante de ordinarias por acción (deduciendo todas las obligaciones anteriores).
38. Neto del valor de los activos tangibles de ordinarias por acción (deduciendo todas las obligaciones anteriores).
(36 P.E., 37 P.E, 38 P.E : Los mismos datos para las emisiones de preferentes especulativas, si se desea).

H. Información suplementaria (cuando esté disponible):

1. Producción física:

Número de unidades, recibos por unidad, coste por unidad, beneficios por unidad, capitalización total por unidad, valoración de ordinaria por unidad.

2. Otros:

Por ejemplo: número de tiendas operativas, venta por tienda, ganancias por tienda, reservas de mineral, vida útil de la mina al ritmo de producción actual.

Observaciones sobre la comparativa industrial. Puede resultar muy útil hacer algunas consideraciones con respecto al uso de este formulario comparativo. La cifra de beneficios netos puede ser corregida ante cualquier distorsión, incluido el ajuste por beneficios no distribuidos o pérdidas de filiales. Si parece erróneo y no puede ser corregido adecuadamente, no debe utilizarse como base para las comparativas. (Las conclusiones basadas en cifras no fidedignas se convierten en no fidedignas en sí mismas.) No se deben emplear las cifras de depreciación para efectuar comparaciones exactas; estas son útiles únicamente para revelar grandes y obvias disparidades en las cotizaciones que se utilizan. Los cálculos de cobertura de intereses de bonos están sujetos a la calificación expuesta en el capítulo 17 con respecto a empresas que pueden haber tenido importantes obligaciones equivalentes a intereses por cobrar.

Por el contrario, el porcentaje devengado por el precio de mercado de las acciones (punto 18) es una cifra muy importante para todas las comparativas; casi la misma importancia debe dársele al punto 15, que muestra el porcentaje de beneficios con respecto a la capitalización total. Estas cifras, junto con los puntos 7 y 19 (ratio del valor agregado del mercado de las acciones ordinarias entre ventas y capitalización) mostrarán el papel jugado por las estructuras de capitalización especulativa o conservadora entre las empresas comparadas. (La teoría de la estructura de capitalización ha sido tratada en el capítulo 40.)

Desde el punto de vista práctico, no resulta una garantía confiar en el hecho de que el ratio de ganancias de acciones ordinarias (punto 18) sea más alto que el promedio del sector, a no ser que el porcentaje de beneficios sobre la capitalización total (punto 15) también sea más alto. Además, si la empresa con menores beneficios muestra mayores ventas por dólar de acciones (punto 19) puede tener más posibilidades especulativas en el caso de una mejoría general del negocio.

Los cálculos del balance no tienen mucha importancia, salvo que indiquen una debilidad financiera significativa o un destacado exceso del valor del activo circulante sobre el precio del mercado. El peso de la importancia que puedan tener los resultados ordinarios, el promedio de siete años o la tendencia, es algo que únicamente debe decidir el analista. Naturalmente, confiará más en las conclusiones que extraiga si se ven confirmadas por estas cuentas.

Ejemplo de utilización de los formularios estándares. Para llegar a una conclusión con respecto a los valores comparativos, puede resultar interesante un ejemplo de la utilización de estos formularios. Un estudio general de las acciones ordinarias de los productores de acero que cotizaban en Bolsa en julio de 1938 indicaba que la Continental Steel había tenido mejores informes que el promedio; sin embargo, Granite City Steel había mostrado mucha menos rentabilidad. Hasta cierto punto, ambas compañías operaban en el mismo sector de la industria del acero, eran similares en tamaño, y el precio de sus acciones era el mismo. En la tabla que exponemos más adelante damos cifras comparativas de estas dos empresas y omitimos algunas de las partidas de nuestro formulario estándar por considerarlas irrelevantes para el análisis.

Comentarios acerca de la comparación. Para hacer este análisis, se recomienda tomar las cifras de los últimos cinco ejercicios por cada partida, presentadas junto con las de los últimos doce meses. Esto obedece a las peculiares condiciones del negocio en el ejercicio que terminó el 30 de junio de 1938, que no aconsejaban prestar demasiada importancia a los resultados de un solo período. Los informes de Granite City se basaban en el año natural mientras que los de Continental utilizaban tanto el ejercicio a cierre el 30 de junio como el año fiscal terminado el 31 de diciembre de 1934-1938. No obstante, la disponibilidad de cifras trimestrales o semestrales facilita el análisis para obtener su promedio de los últimos doce meses acabando a mitad de año.

El análisis de los datos revela solo un punto en el cual tiene superioridad Granite City Steel, esto es, la menor cantidad de títulos prioritarios. Sin embargo, este punto no significa necesariamente una ventaja, puesto que la relativa menor cantidad de acciones de Continental

las hace más sensibles tanto a situaciones favorables como desfavorables que pudiesen producirse. Las cifras del ejercicio finalizado en junio de 1938 y las del promedio de cinco años muestran una superioridad estadística por parte de Continental en cada uno de los siguientes puntos importantes:

- Beneficios de acciones ordinarias a precio de mercado.
- Beneficios en la capitalización total.
- Ratio del bruto entre el valor de las acciones ordinarias.
- Margen de beneficios.
- Depreciación en relación al activo fijo.
- Posición del capital de explotación.
- Valores de activos tangibles.
- Retomo de dividendos.
- Tendencia de beneficios.

Si la comparación se retrotrae a antes de 1934, observaremos que Granite City disfrutó de una marcada ventaja en los años de la Depresión, desde mediados de 1930 a mediados de 1933. Durante este período, ganó y pagó dividendos, mientras que Continental Steel declaraba pérdidas moderadas. Es curioso observar cómo en la recesión más reciente las cosas cambiaron: Continental Steel iba muy bien mientras que Granite City iba mal. Obviamente, los resultados de 1937-1938 fueron más significativos que los anteriores. Sin embargo, un analista cabal hubiera tratado de comprender las razones del cambio de tendencia de ambas empresas.

El análisis de los factores cualitativos también es necesario. Nuestra última observación nos lleva a la conclusión de que las tablas comparativas de este tipo no deben ser aceptadas hasta que no se analicen también los factores cualitativos

Cuando una emisión parece venderse demasiado barata con respecto a la de otra del mismo sector, puede que existan razones para tal disparidad que las estadísticas no revelan. Algunas de esas razones válidas pueden ser una gestión cuestionable o unas malas perspectivas para el público. Una devolución de dividendos inferior por parte de una acción ordinaria no debe normalmente considerarse un factor decisivo, puesto que el dividendo suele ajustarse a la rentabilidad en un tiempo razonable.

Si bien a veces se aplican políticas de dividendos ultraconservador durante un período de tiempo considerable (un hecho al que nos referimos

en el capítulo 29), hay una tendencia bien definida, incluso en estos casos, a que el precio de mercado refleje tarde o temprano la rentabilidad.

La popularidad y la relativa actividad del mercado son dos elementos que no están conectados con el valor intrínseco pero que, sin embargo, ejercen un poderoso, y a menudo continuado, efecto sobre la cotización de mercado. El analista debe prestar atención a estos factores, pero su trabajo sería innecesario si favoreciese siempre a las emisiones más activas o populares.

La recomendación de cambiar un producto financiero por otro parece involucrar una mayor responsabilidad personal por parte del analista que la de elegir la compra de una emisión original. La razón es que los tenedores de productos financieros de inversión son reacios a efectuar cambios, y, por ello, se molestan particularmente cuando el cambio de posición del mercado parece haber sido imprudente. Los tenedores especulativos calibran todos los consejos con el test de los resultados del mercado, generalmente de los resultados inmediatos. Teniendo en cuenta estos factores humanos, el analista no debe sugerir el cambio de acciones a los especuladores (excepto si viene acompañado de una clara exención de responsabilidad de lo que pudiera pasar en el mercado), y debe pensárselo dos veces antes de sugerir un cambio de posición a los inversores, salvo que la superioridad estadística de la emisión recomendada sea realmente impresionante. Como regla un tanto arbitraria, debemos señalar que tiene que haber buenas razones para considerar que si se hace el cambio el inversor podría conseguir al menos un 50% más por su dinero.

Las variaciones en la homogeneidad afectan el valor del análisis comparativo. La utilidad de las comparaciones industriales variará según la naturaleza del sector.

TABLA 49.2
Comparación de Continental Steel y Granite City Steel
(miles omitidos, excepto datos por acción)

Partida	Continental Steel		Granite City Steel	
Precio de mercado de las acciones ordinarias, julio 1938	17		17	
1. Bonos a la par	1.202 \$		1.618 \$	
2. Acciones preferentes en el mercado	2.450			
3. Acciones ordinarias en el mercado	3.410		6.494	
4. Capitalización total	7.062		8.112	
5. Ratio de acciones ordinarias entre capitalización total	48,3%		80,0%	
	Promedio últimos 5 ejercicios finalizados el 30/6/38	Ejercicio finalizado el 30/6/38	Promedio últimos 5 ejercicios finalizados el 30/6/38	Ejercicio finalizado el 30/6/38
8. Ventas brutas	15.049 \$	13.989 \$	8.715 \$	8.554 \$
9. Amortización	500	445	390	459
10. Netos disponible para intereses de bonos	704	559	336	287(d)
11. Intereses de bonos	81	67	18 (Est.)	54 (Est.)
12. Dividendos de preferentes	179	171		
13. Balance de acciones ordinarias	444	321	318	341(d)
14. Margen de beneficios	4,7%	4,0%	3,9%	(def.)
15. % vengado por capitalización total	10,0	7,9%	4,1%	(def.)
16. Cobros por interés devengados	8,7 veces	8,3 veces	18,7 veces	(def.)
17. Devengado por acción ordinaria	2,29 \$	1,60 \$	1,20 \$	0,89(d) \$
18. Devengado por acción ordinaria, % del precio de mercado	13,5	9,4	7,1	(d)
19. Ratio del bruto entre el valor de mercado de las acciones ordinarias	441,5%	409,8%	134,3%	131,8%
Cifras de tendencias:				
23. Beneficio por acción por ejercicios:				
Ejercicio con cierre el 30 de junio de 1938	1,60 \$		0,89(d) \$	
Ejercicio con cierre el 30 de junio de 1937	3,83	1,31		
Ejercicio con cierre el 30 de junio de 1936	2,67		1,49	
Ejercicio con cierre el 30 de junio de 1935	1,69		1,45	
Ejercicio con cierre el 30 de junio de 1934	1,66		2,65	
Dividendos:				
24. Tasa de dividendos de ordinarias		1,00 \$		Ninguno
25. Rentabilidad de los dividendos de ordinarias		5,9%		
Posición financiera (fechas):				
29. Activo circulante total		6/30/38		12/31/37
30. Pasivo corriente total		6.467 \$		4.179 \$
31. Activo circulante neto		1.198		1.164
35. Activos tangibles netos para capitalización total		5.269		3.015
		13.498		13.556

Por supuesto, la pregunta básica es si las futuras situaciones afectarán o no a las empresas de un mismo sector de manera similar. Si es así, deberá darse importancia a los rendimientos del pasado, tal como se ha mostrado en el anexo de estadísticas. Un sector industrial como este puede ser designado como «homogéneo». Sin embargo, si las empresas de un mismo sector responden de manera diferente a las nuevas condiciones, entonces el análisis deberá considerarse una guía mucho menos fidedigna. Ese tipo de sector se denominará «heterogéneo».

Con algunas excepciones, como las variaciones geográficas, de tráfico o los cargueros de carbón Pocohantas, los ferrocarriles deben considerarse un sector altamente homogéneo. Lo mismo sucede con las empresas de producción energética. En el sector industrial, el mejor ejemplo de un grupo homogéneo es el de los productores de materias primas y otros productos estandarizados en los que la marca de quien los comercializa es un factor menor. Esto incluye productores de azúcar, carbón, metales, acero, cemento, algodón, etc. Las principales empresas petroleras también pueden considerarse homogéneas. Lo mismo ocurre con las grandes cadenas de tiendas con respecto a otras similares de los mismos subgrupos, como tiendas de comestibles, bazares, restaurantes, etc. Los grandes almacenes, sin embargo, no son tan homogéneos, pese a que entran también dentro de estos grupos.

Los fabricantes de productos manufacturados que se venden a través de marcas comerciales normalmente deben ser considerados grupos heterogéneos. En este campo, a menudo uno progresa a costa de sus competidores, por eso el sector no crece o decrece a la vez. Entre los fabricantes de automóviles, por ejemplo, han existido cambios permanentes y pronunciados de una relativa importancia. Con los fabricantes de diferentes clases de maquinaria sucede lo mismo y otro tanto ocurre con las farmacéuticas. Un lugar intermedio ocupan las tabacaleras, los fabricantes de neumáticos o de calzado, entre los cuales los cambios de posición relativa no son tan frecuentes.⁴⁶²

El analista deberá ser más cauto a la hora de sacar conclusiones comparativas de los datos estadísticos cuando se trate de empresas heterogéneas. No cabe duda de que, en estos sectores, debe darse preferencia a las empresas que muestren mejores números cuantitativos (siempre que no existan factores cualitativos conocidos), puesto que este criterio de selección será más sólido que cualquier otro, pero el analista y el inversor tienen que ser conscientes de que tal superioridad puede

⁴⁶² Por supuesto que también ocurren cambios significativos. Por ejemplo, el espectacular crecimiento de Philip Morris en relación con su gran cantidad de competidores. El también importante crecimiento de General Shoe y el excepcional crecimiento relativo de Lee Tire, en los tres sectores, mencionados. Estos tres ejemplos eran empresas relativamente pequeñas.

desvanecerse. Como regla general podemos decir que, al hacer comparativas, cuanto menos homogéneo sea el grupo, mayor atención debe prestarse a los factores cualitativos.

Más limitaciones generales al valor del análisis comparativo. Hay que alertar nuevamente al analista de la posibilidad de que se deje engañar por la supuesta exactitud matemática y precisión de las tablas comparativas. Hemos mencionado la necesidad de tomar en cuenta los factores cualitativos y estar atentos a la homogeneidad de los grupos. Sin embargo, detrás de estos puntos, se hallan los obstáculos que presentamos en detalle en nuestro capítulo 1. La técnica de análisis comparativo puede reducir alguno de los riesgos de su trabajo, pero nunca exonerará al analista de las vicisitudes del futuro o de la obstinación del propio mercado de acciones, así como de las consecuencias de no poder conocer —lo que a menudo es inevitable— todos los datos relevantes. Debe saber que con frecuencia puede equivocarse y, en ocasiones, lo hará; pero, con inteligencia y prudencia, su trabajo obtendrá mejores resultados que los juicios superficiales del clásico comprador de acciones.

Capítulo 50

Discrepancias entre precio y valor

En nuestra exposición de la técnica de análisis financiero, hemos incluido distintos ejemplos de sobre valoración y subestimación. Evidentemente, los procesos por los cuales el mercado de productos financieros llega a sus estimaciones son frecuentemente ilógicos y erróneos. Estos procesos, tal como señalamos en el primer capítulo, no son ni automáticos ni mecánicos sino psicológicos, puesto que están dentro de la mente de quienes compran y venden. Así los errores del mercado pueden deberse a una o varias de estas tres causas básicas: exageración, excesiva simplificación o negligencia.

En este capítulo y en el siguiente intentaremos realizar un repaso de los graves errores del mercado de productos financieros. Abordaremos el tema desde el punto de vista de las actividades prácticas del analista, buscando en cada caso determinar hasta qué punto el mercado le ofrece oportunidades provechosas de actuación. Este estudio general constituye una continuación de nuestro anterior capítulo sobre el alcance y las limitaciones del análisis de productos financieros, repasando el material desarrollado a través de los sucesivos ejemplos a los que nos referiremos.

Procedimiento general del analista. Puesto que hemos insistido en que el análisis conducirá a conclusiones positivas solo en algún caso excepcional, de ello se desprende que deben examinarse muchos productos financieros hasta poder encontrar uno que tenga verdaderas posibilidades para el analista. ¿Qué métodos prácticos utiliza este para descubrirlos? El trabajo es duro y sistemático y puede encauzarse a través de dos grandes métodos. El primero consiste en una serie de análisis comparativos de sectores industriales, tal como mencionamos en el capítulo anterior. Dichos estudios le proporcionarán una idea de las características de cada grupo o sector y también le mostrarán aquellas empresas que se desvían de lo normal. Si, por ejemplo, descubre que cierta acción del sector metalúrgico está ganando el doble que el resto de su sector, ahí tiene un indicio a partir del cual comenzar a trabajar, o más bien un indicio que perseguir a fuerza de investigar exhaustivamente todos los factores cualitativos y cuantitativos referidos a esa empresa.

El mismo tipo de investigación metódica puede ser aplicado al campo

de los bonos y acciones preferentes. La amplia área de bonos ferroviarios bajo administración judicial puede explorarse mejor a través de un análisis comparativo de la actuación de los bonos de aproximadamente el mismo rango, emitidos, por ejemplo, por una docena de las mayores empresas de cargueros. O un gran número de acciones preferentes de empresas de servicios públicos puede valorarse de acuerdo a los siguientes parámetros: (1) su dividendo global y cobertura de intereses (2), su ratio de valor de acción, (3) y su precio y rentabilidad. Un agrupación tan simple puede indicar unas pocas emisiones que son buenas y rentan más que el promedio o bien que claramente se están vendiendo demasiado altas teniendo en cuenta su inadecuada protección estadística. Y así sucesivamente.

El segundo método general consiste en investigar los informes de las empresas tal como van apareciendo y relacionarlos con el precio de sus bonos y acciones. Estos informes pueden verse —al menos en su forma resumida— en la prensa; una presentación más global puede encontrarse en las hojas informativas diarias de los servicios financieros o semanalmente en *The Commercial and Financial Chronicle*. En un rápido vistazo a cientos de esos informes se pueden encontrar entre cinco y diez lo suficientemente interesantes desde el punto de vista de los beneficios o del activo circulante como para merecer un estudio en profundidad.

¿Puede sacarse provecho de las fluctuaciones cíclicas de precios?

Las disparidades entre precio y valor que pueden comprenderse mejor son aquellas que acompañan a las grandes oscilaciones del mercado en los momentos de euforia y de depresión. Se trata de una simple frase hecha que señala que las acciones se venden muy caras en un mercado al alza y muy baratas en un mercado a la baja. En realidad, esto es simplemente como decir que toda subida o bajada de precios debe llegar a un límite, y puesto que los precios no permanecen en esos límites (o en cualquier otro nivel) permanentemente, es lógico suponer que subirán o bajarán pronto.

¿Puede el analista aprovecharse de las repetidas exageraciones del mercado general? La experiencia nos dice que un procedimiento como el siguiente debería resultar bastante aceptable:

1. Seleccione una lista diversificada de las acciones ordinarias de primera clase, por ejemplo las del «Dow-Jones Industrial Average».
2. Determine un valor indicativo «normal» para ese grupo, aplicando un multiplicador apropiado al promedio de beneficios. Este multiplicador puede ser igual que capitalizar los beneficios, por ejemplo, al doble de la tasa de interés corriente de los bonos industriales de alta graduación. Normalmente el período para hacer un promedio de beneficios debería ser de entre siete y diez años, pero

condiciones excepcionales como las ocurridas en 1931-1933 pueden recomendar que se aplique un método diferente, por ejemplo, si se está operando en 1939 o con posterioridad la media se basaría en el período que comenzó en 1934.

3. Combinar las compras de las cotizadas en Bolsa cuando las acciones puedan comprarse por debajo de su valor nominal, por ejemplo a $\frac{2}{3}$ de ese valor. O cuando las compras puedan hacerse en una escala descendente, por ejemplo al 80% del valor normal.
4. Vender la totalidad de lo comprado cuando el precio esté bastante por encima del valor normal, digamos, un $\frac{1}{3}$ más alto, o entre un 20% a un 50% más alto que la escala básica.

Este era el esquema general de operaciones desarrollado por Roger Babson hace muchos años. Dio resultados muy satisfactorios hasta 1925. Pero, tal como señalamos en el capítulo 37, durante el ciclo económico de 1921 a 1933 (medido de un extremo inferior al otro) se le habría tenido que pedir que comprara durante 1921, que vendiera todo en 1926, de manera que durante el auge económico de 1927-1929 se le pidiera que no participara de ningún modo en el mercado, y que recomprara en 1931, al producirse una seria contracción del mercado de valores. Para seguir un programa de este tipo se necesitaba demasiada fuerza de voluntad para resistirse a las tentaciones del mercado.

El comportamiento de los mercados desde 1933 ha ofrecido dificultades de otro tipo para aplicar estas fórmulas, particularmente para determinar beneficios normales en base a las que calcular los valores normales. No puede esperarse que una idea tan básica y simple pueda utilizarse con un grado tan elevado de precisión como para aprovechar las fluctuaciones del mercado. Pero, para aquellos que son conscientes de sus inherentes limitaciones, puede resultar de bastante utilidad, puesto que, por lo menos, es posible que dé lugar a compras a niveles atractivos sobre el promedio, lo cual representa más de la mitad de la batalla ganada en la inversión en acciones.

«Los vaivenes por sorpresa» en una impracticable base marginal. Desde el punto de vista especulativo, las compras se realizan al margen y con ventas rápidas, por lo que este método debe ser considerado impracticable. El propietario directo puede permitirse comprar muy rápido y vender también muy rápido. De hecho puede hacer ambas cosas y ver como los mercados bajan aún más después de que haya comprado y como suben aún más después de que haya vendido. Sin embargo, al corredor marginal le interesan los resultados inmediatos, nada a contracorriente y espera el momento exacto en el cual la marea cambiará para comenzar a nadar un momento antes. Rara vez lo consigue, por lo que su experiencia

habitual es un éxito temporal que culmina en un completo desastre. Así pues, la naturaleza del especulador le lleva a comprar porque piensa que la acción subirá y no porque sea barata, y al revés cuando vende. De modo que existe una enorme grieta entre el punto de vista del especulador y el del analista que impide cualquier asociación duradera entre ellos.

El precio de los bonos tiende indudablemente a fluctuar a través de los ciclos de la misma forma que las acciones y, con frecuencia, se recomienda que los inversores de bonos sigan la política de vender sus posesiones cuando estén en el punto más alto de estos ciclos y que recompre cuando estén en el punto más bajo. Dudamos de que esto pueda hacerse con buenos resultados en los casos típicos. No hay estándares bien definidos por lo que respecta a saber cuándo los bonos son baratos o se corresponden con el ratio de beneficios de las acciones ordinarias, y las operaciones tienen que estar principalmente dirigidas por una técnica que consiste en calibrar aquellos movimientos del mercado que no parecen tener nada que ver con la «inversión». La pérdida de interés en los fondos entre el tiempo de la venta y el de la recompra es un factor importante de débito y, en nuestra opinión, el beneficio neto no es suficiente como para garantizar que no se incurrirá en los peligros psicológicos que son inherentes a cualquier énfasis que haga el inversor sobre los movimientos del mercado.

Oportunidades en emisiones poco conocidas o «secundarias». Volviendo a las acciones ordinarias, si bien la sobrevaloración o subestimación de las principales emisiones ocurre en determinados momentos del ciclo del mercado de acciones, el amplio campo de emisiones secundarias o no representativas puede producir ejemplos de subestimación en cualquier momento. Cuando los líderes del mercado se venden barato, algunas de las acciones menos prominentes probablemente estén mucho más baratas. De 1932 a 1933, por ejemplo, las acciones de Plymouth Cordage, Pepperell Manufacturing, American Laundry Machinery y muchas otras se vendían a un precio increíblemente bajo con respecto a sus valores anteriores. Probablemente sea más una cuestión de preferencia personal que un inversor compre una acción prestigiosa, como la de General Motors, al 50% de su valor que una menos importante como la de Pepperell al 25% de su valor previo.

La temporalidad del liderazgo. La composición del grupo líder del mercado ha variado enormemente de año en año, sobre todo si tenemos en cuenta el cambio de atención de los rendimientos pasados por las pretendidas posibilidades del negocio. Si examinamos la lista durante el declive de 1937-1938, observaremos una determinada cantidad de acciones destacadas que se vendían a precios sorprendentemente bajos con respecto a sus datos estadísticos.

Ejemplo. Un asombroso ejemplo de este tipo es el caso de la compañía Great Atlantic and Pacific Tea que, en 1929, llegó a venderse a un precio tan elevado como 494 y, en 1938, cotizaba a un precio tan bajo como 36. Los principales datos de la emisión son los siguientes:

Ejercicio ¹	Ventas (miles omitidos)	Neto (miles omitidos)	Beneficios por acción	Beneficios distribuidos por ordinarias	Escala de precios de las ordinarias
1938	878.972 \$	15.834 \$	6,71 \$	4,00	72-36
1937	881.703	9.119	3,50	6,25	117 ¹ / ₂ -45 ¹ / ₄
1936	907.371	17.085	7,31	7,00	130 ¹ / ₂ -110 ¹ / ₂
1935	872.244	16.593	7,08	7,00	140-121
1934	842.016	16.709	7,13	7,00	150-122
1933	819.617	20.478	8,94	7,00	181 ¹ / ₂ -115
1932	863.048	22.733	10,02	7,00	168-103 ¹ / ₂
1931	1.008.325	29.793	13,40	6,50	260-130
1930	1.065.807	30.743	13,86	5,25	260-155
1929	1.053.693	26.220	11,77	4,50	494-162

¹ Ejercicio terminado el siguiente 31 de enero, excepto la escala de precios.

El balance a 31 de enero de 1938 mostraba un activo disponible de 85.000.000 y un activo circulante neto de 134.000.000. Con los bajos precios de 1938, tanto las ordinarias como las preferentes se vendían por un total de 126.000.000. Esta era una empresa cuyo espectacular crecimiento había sido uno de los grandes idilios de los negocios norteamericanos, una empresa que era una de las principales vendedoras minoristas de Estados Unidos, y tal vez del mundo, que había tenido ganancias ininterrumpidamente y que había repartido dividendos durante muchos años y que, en aquel entonces, se estaba vendiendo por menos de su activo circulante neto. En definitiva, Wall Street consideraba, en 1938, que una de las mejores empresas de Estados Unidos valía menos funcionando que si se liquidara. ¿Por qué? Primero, por las amenazas del Gobierno de poner impuestos a las cadenas de tiendas; segundo, por una reciente disminución de sus ganancias, y tercero porque el mercado general estaba deprimido.

Dudamos de que exista un ejemplo más claro para ilustrar la naturaleza real del mercado de valores, que no tiene como meta evaluar con exactitud a las empresas, sino que más bien expresa sus gustos, esperanzas y temores en función de las fluctuaciones diarias de las cotizaciones. Sin duda, hay suficiente sentido común y buen juicio en las actividades del

mercado como para crear en la mayoría de las ocasiones un determinado grado de correspondencia entre el precio del mercado y el valor intrínseco. En concreto, tal como señalamos en el capítulo 4, cuando tratamos algo tan difícil de determinar y poco matemático como la evaluación de las perspectivas futuras, generalmente se acepta que el veredicto del mercado es tan bueno como cualquier otro al que pueda llegar el analista. No obstante en muchas ocasiones, para mantener ocupado al analista, las emociones del mercado llevan a este más allá de los límites del buen juicio.

Oportunidades en mercados normales. Durante el período intermedio, cuando los precios promedio no dan señales de estar ni muy altos ni muy bajos, pueden encontrarse algunas acciones ordinarias que están subestimadas de forma estadística. Estas generalmente se subdividen en dos clases: (1) las que muestran altos beneficios medios y ordinarios con respecto al precio de mercado y (2) las que muestran una aceptable informe de beneficios y que venden a bajo precio con respecto al valor del activo circulante neto. Obviamente esas empresas no serán grandes ni muy conocidas, o más aun, su tendencia de beneficios no habrá sido muy alentadora. En las tablas siguientes se muestran algunas empresas que pertenecían a este grupo a partir de finales de 1938 o 1939, un período en el que el nivel del mercado para las acciones industriales no parecía estar especialmente alto o bajo.

TABLA 50.1

Grupo A. Acciones ordinarias que se vendían a fines de 1938 o 1939 a menos de 7 veces los beneficios del ejercicio anterior y también a menos del valor neto del activo circulante

Empresa	Ejercicio evaluado	Precio a 31 dic.	Beneficios anuales por acción	Promedio de beneficios por acción 1934-1938 o 1934-1939	Valor neto de activo circulante por acción	Valor neto de activos tangibles por acción
J. D. Adams Mfg.	1938	8	1,15 \$	1,20 \$	12,07 \$	14,38 \$
American Seating	1939	10 1/4	1,82	1,75	11,42	23,95
Bunte Bros.	1938	10	2,10	2,14	12,84	27,83
Grand Union	1939	10	1,80	1,25	13,60†	20,00†
International Silver	1939	26 3/4	4,98	def 0,10	39,67	97,50
I. B. Kleinert	1938	8 1/2	1,27	0,80	11,04	16,90
New Idea	1939	12 1/8	2,18	1,78	13,44	16,02
*N.Y. Merchandise	1939	7 3/4	1,44	1,44	11,66	14,05
*Pacific Commercial	1938	11 1/2	2,31	2,77	24,18	27,74
Seton Leather	1938	6 1/4	1,38	0,94	8,38	11,27

* Estas acciones pertenecen también al Grupo B.

† Parcialmente estimados.

No resulta difícil para el analista infatigable encontrar cifras estadísticas como las que se presentan en estas tablas. Es mucho más difícil la tarea de determinar si los factores cualitativos justifican o no seguir con los indicadores cuantitativos. En otras palabras, si el inversor debe tener o no suficiente confianza en el futuro de la empresa como para considerar sus acciones una verdadera bagatela a ese precio aparentemente por debajo del normal.

Respecto a esta cuestión, la opinión financiera se inclina por una respuesta generalmente pesimista. Los fondos de inversión, con todas las facilidades que tienen para descubrir oportunidades de este tipo, les han prestado poca atención. En parte, es cierto, debido a que son difíciles de comprar y vender en las grandes cantidades que prefieren los fondos, pero también por la convicción de que no importa lo buenas que puedan ser las cifras del informe de beneficios de una empresa secundaria, ya que estas no demuestran que sea una compra rentable *a menos que exista una base específica para ser optimista con respecto a su futuro.*

TABLA 50.2

Grupo B. Acciones ordinarias que se vendían a finales de 1938 o 1939 a dos tercios o menos del valor neto del activo circulante y también a menos de 12 veces el ejercicio anterior o el promedio de beneficios

Empresa	Ejercicio evaluado	Precio a 31 dic.	Beneficios anuales por acción	Promedio de beneficios por acción 1934-1938 o 1934-1939	Valor neto de activo circulante por acción	Valor neto de activos tangibles por acción
Butler Bros.	1939	7	0,83 \$	0,27 \$	12,75 \$	19,59 \$
Ely & Walker	1939	18	2,30	1,83	41,60	48,51
Gilchrist	1939	4 ³ / ₄	0,70*	0,85*	13,85	17,39
Hale Bros. Stores	1939	14	1,81	2,00	22,13	28,14
Intertype	1939	8 ³ / ₄	0,55	0,82	19,77	22,35
Lee & Cady	1939	6	0,77	0,73	11,35	12,61
H. D. Lee Mercantile	1938	14	0,87	1,35	25,00	31,56
Manhattan Shirt	1938	11 ¹ / ₂	0,73	1,06	19,36	23,62
Reliance Mfg.	1939	12	1,69	0,94	18,97	22,21
S. Stroock	1939	9 ¹ / ₄	1,21	1,39	14,90	26,61

* El cierre de los ejercicios es a 31 de enero.

El principal inconveniente de una empresa más pequeña es su vulnerabilidad ante una repentina y tal vez permanente pérdida de rentabilidad. Sin duda, estas evoluciones adversas ocurren más en este tipo de empresas que en las más grandes. Como contrapartida, las empresas pequeñas y exitosas pueden incrementar su valor de una forma mucho más notable que aquellas que ya son enormes. Por ejemplo, el crecimiento de Philip Morris, Inc., que pasó de un valor de mercado de 5.000.000 en 1934 a 90.000.000 en 1939, acompañando un incremento del 1.200% de beneficios netos, hubiera sido inconcebible en el caso de American Tobacco. De manera parecida, el crecimiento de Pepsi-Cola ha superado en porcentaje al de Coca-Cola y lo mismo sucedió con General Shoe con respecto a International Shoe; etc.

La mayoría de los estudiantes tratará de localizar el potencial de oportunidades de Philip Morris calibrando futuras posibilidades con más o menos cuidado para luego comprar las acciones todavía a un precio elevado en lugar de comprometerse con un grupo diversificado de «emisiones de ocasión» con perspectivas normales.

Nuestra propia experiencia nos lleva a inclinarnos por la última técnica, aunque no podamos garantizar brillantes resultados en las condiciones actuales. Sin embargo, teniendo en cuenta las observaciones realizadas a lo largo de los años, parece que pueden hacerse inversiones en acciones aparentemente subestimadas con bastante seguridad de tener un éxito total siempre y cuando se esté medianamente alerta y se aplique un buen criterio respecto a la cuestión de la perspectiva de futuro. Y también siempre que esos compromisos se eviten en momentos en que el mercado en general esté estadísticamente demasiado alto. A continuación mostramos dos ejemplos más antiguos de este tipo con el fin de proporcionar al lector una noción de los anteriores mercados de valores.

Ordinarias de Florence Stove		Ordinarias de Firestone Tire & Rubber	
Precio en enero 1935	35	Precio en nov. 1925	120
Dividendo	2 \$	Dividendo	6 \$
Beneficio por acción:		Beneficio por acción, ejercicio terminado en	
1934	7,93 \$	octubre:	
1933	7,98	1925	32,57* \$
1932	3,33	1924	16,92
1931	2,27	1923	14,06
		1922	17,08

* Los beneficios antes de la reserva para imprevistos eran de 40,95 dólares por acción.

En estos casos, el precio de mercado no sirvió para reflejar adecuadamente la rentabilidad indicada.

Comportamiento en el mercado de las emisiones estándar y especiales. Un estudio final de la mecánica del mercado de acciones ordinarias sugiere las siguientes observaciones generales:

1. Las emisiones estándar o principales casi siempre responden rápidamente a los cambios en sus beneficios declarados, hasta el punto de que tiende a exagerarse en términos de mercado la importancia de las fluctuaciones anuales en sus beneficios.
2. La actividad de las emisiones menos conocidas depende en gran medida de la actitud de los operadores del mercado hacia ellas. Si no hay interés, el precio puede quedarse por debajo de lo que marcan las cifras. Si hay interés, sea manipulado o legítimo, se conseguirá fácilmente el resultado opuesto y el precio responderá rápidamente a las cifras de la empresa.

Ejemplos de conducta de emisiones especiales. Los siguientes dos

ejemplos ilustran las diversas conductas que pueden desarrollarse con emisiones de acciones especiales.

TABLA 50.3
Acciones de Butte and Superior Copper (actualmente Zinc) Company

Período	Beneficios por acción	Dividendos por acción	Rango de precios
Ejercicio de 1914	5,21 \$	2,25 \$	44-24
1º trimestre, 1915	4,27	0,75	50-36
2º trimestre, 1915	7,73	3,25	80-45
3º trimestre, 1915	10,13	5,75	73-57
4º trimestre, 1915	11,34	8,25	75-59
Ejercicio de 1915	33,47 \$	18,00 \$	80-36
Ejercicio de 1916	30,58	34,00	105-42

Estas cifras muestran unos beneficios y dividendos extraordinarios. Si dejamos incluso al margen el hecho de que se debieron a los precios del zinc en los años de la guerra, el precio de mercado no le dio importancia a un crecimiento tan espectacular. La razón fue una falta de interés general o de un patrocinador individual en el mercado.

El caso anterior contrasta con la actuación mostrada de las acciones ordinarias de Mullins Body Corporation (luego Mullins Manufacturing).

Entre 1924 y 1926 debemos destacar las fluctuaciones propias del mercado que desencadenaron una emisión de acciones «secundarias» a bajo precio. Al principio de 1927, las acciones, que cotizaban a aproximadamente 10, eran indudablemente atractivas y especulativas, puesto que el precio era bajo en relación a los beneficios de los tres años anteriores. Una sustancial, aunque no menos espectacular, alza en los beneficios durante 1927-1928 dio como resultado un típica explotación del mercado de acciones. El precio subió de 10 en 1927, a 95 en 1928 y volvió a 10 en 1929.

Ejercicio	Beneficios por acción	Dividendos por acción	Rango de precios
1924	1,91 \$	Ninguno	18-9
1925	2,47	Ninguno	22-13
1926	1,97	Ninguno	20-8
1927	5,13	Ninguno	79-10
1928	6,53	Ninguno	95-69
1929	2,67	Ninguno	82-10

Un contraste de otro tipo lo aportan las acciones de los fabricantes de aviones en 1938-1939, en comparación con los beneficios de la guerra de 1915-1918. Los siguientes dos ejemplos ilustran la relación entre el precio de mercado en 1938 y 1939 y el resultado real en ese momento.

	Boeing Airplane Co.	Glenn L. Martin Co.
Fecha	Diciembre 1938	Noviembre 1939
Valor de mercado de la empresa	25.270.000 \$ (722.000 acc. @ 35)	49.413.000 \$ (1.092.000 acc. @ 45¼)
Ventas 1938	2.006.000	12.417.000
Neto 1938	555.000(d)	2.349.000
Ventas, 9 meses 1939	6.566.000	8.506.000
Neto, 9 meses 1939	2.606.000(d)	1.514.000
Activos tangibles, 30 de sept., 1939	4.527.000	15.200.000

En estos casos, el mercado estaba evidentemente capitalizando los beneficios aún no obtenidos de las órdenes de guerra, puesto que ofrecían una base *permanente* para futuras ganancias. Es muy notable el contraste entre el ratio precio-beneficios de Butte and Superior durante 1915-1916 y el concerniente a las aeronáuticas de 1938-1939.

Actitud del analista ante esas situaciones. El analista puede negociar inteligentemente y tener éxito en situaciones como la de Wright Aeronautical, Bangor and Aroostook, Firestone y Butte and Superior durante los períodos mencionados. A comienzos de 1927, incluso podía formarse la opinión de que Mullins merecía la pena. Pero, una vez que esta emisión cayó en manos de los operadores bursátiles, transgredió las normas de cualquier juicio analítico. Por lo que respecta a Wall Street, Mullins dejó de ser un negocio y pasó a convertirse en un símbolo. Tanto

comprarla como venderla implicaban un riesgo. El analista podía prevenir el peligro pero no tenía ni idea de los límites a los que podía subir o caer. (Tal como sucedió, la empresa emitió acciones preferentes convertibles en 1928 que hicieron posible una operación de cobertura muy rentable que consistió en la compra de las acciones preferentes y la venta de las ordinarias.) De manera similar, con las emisiones de los fabricantes de aviones en 1939, el analista podría limitarse a indicar el peligro que subyace en considerar como fuente permanente de negocios lo que todo el mundo esperaba que fuera esencialmente temporal.

Cuando el mercado general aparece para el analista como peligrosamente alto, este debe dudar en recomendar acciones ordinarias desconocidas, aun cuando parezcan ser una buena ocasión. Un grave declive en el mercado general afectará al precio de todas las acciones, y las emisiones menos activas pueden ser especialmente vulnerables a los efectos de venderlas por necesidad.

Exageraciones del mercado debido a factores distintos a los cambios en los beneficios: *Cambios en los dividendos.* La inveterada tendencia del mercado de valores hacia las exageraciones se extiende a otros factores, además de a la modificación de los beneficios. Se presta demasiada atención a temas como cambios de dividendos, fusiones y divisiones y fraccionamiento del valor nominal de las acciones. Un aumento en el dividendo en efectivo es una evolución favorable, pero es absurdo agregar 20 dólares al precio de la acción solo porque la tasa del dividendo pasa anualmente de 5 a 6 dólares. El comprador al precio más alto está pagando por adelantado todos los dividendos adicionales que recibirá *en los próximos veinte años*. Estas frenéticas reacciones del mercado que a menudo surgen ante los dividendos de acciones son de lo más ilógicas, ya que, en esencia, no son más que papel. Lo mismo sucede con los fraccionamientos de acciones que crean más acciones pero que no le dan al accionista nada que no tuviera antes, salvo la menor posibilidad de entrar en un mercado más amplio debido a que el precio está a su nivel más bajo.⁴⁶³

Fusiones y divisiones. Wall Street se vuelve fácilmente entusiasta con las fusiones de empresas e igualmente efervescente con las divisiones o segregaciones de las mismas, a pesar de ser lo exactamente opuesto.

⁴⁶³ En la manipulación de Atlas Tack de 1933 se hizo un esfuerzo por atraer a un público comprador prometiéndole un fraccionamiento de acciones de 3 a 1. Obviamente, tal movimiento no podía tener ninguna diferencia real con respecto a una emisión que vendía en los años treinta. Las circunstancias que rodeaban el crecimiento de Atlas Tack de 1½ a 3¼ en 1933 y su precipitada caída a 10 merecen un estudio como el perfecto ejemplo de un modelo manipulador. Es esclarecedor comparar las relaciones entre precio-beneficios y precio-activos de las mismas acciones antes de 1929.

Sumar dos más dos suele dar cinco en el mercado de valores y estos cinco luego pueden ser divididos en tres y tres. Se han realizado estudios inductivos acerca de la eficacia de la consolidación como una herramienta para aumentar la rentabilidad.⁴⁶⁴ También hay motivos para creer que en la gestión empresarial el elemento personal a menudo se interpone en el camino de auténticas fusiones ventajosas, y que aquellas que se llevan a cabo son realizadas a veces con el conocimiento de los gestores de futuras condiciones desfavorables.

La exagerada respuesta de los mercados de valores a movimientos que tienen poca importancia en sí mismos se explica en términos de la psicología del especulador que quiere ante todo «acción» y que está dispuesto a contribuir a que se produzca esta acción si encuentra cualquier pretexto para producir una movimiento alcista. (Sea por hipocresía o por engaño, los clientes de las empresas de corretaje de valores generalmente rehúsan admitir que están simplemente apostando por determinadas cotizaciones y buscan alguna razón ostensible para esas compras impulsivas.) Los dividendos de las acciones y otras «evoluciones favorables» de este tipo les proporcionan los pretextos que necesitan, y los operadores profesionales del mercado los explotan, a veces con la connivencia de los agentes oficiales. Sería un juego de niños si no fuese tan perverso. El analista de productos financieros debe entender cómo se producen estas actitudes absurdas de Wall Street, pero debería evitar cualquier contacto con ellas.

Litigios. La tendencia de Wall Street de ir hasta el límite se manifiesta también en su tremenda aversión a los litigios. Un juicio, cualquiera que sea su importancia, proyecta una sombra en los productos financieros afectados, y el alcance de su declive puede ser totalmente desproporcionado con respecto a la importancia del caso.

Circunstancias de este tipo pueden ofrecer auténticas oportunidades al analista, aunque sean por supuesto de naturaleza específica. El aspecto de mayor importancia es el de la intervención judicial por liquidación. Puesto que la subestimación a que da lugar casi siempre está limitada a las emisiones de bonos, trataremos este aspecto más adelante en relación a los títulos prioritarios

Ejemplo. Un ejemplo bastante significativo del efecto de un litigio sobre el valor de las acciones es el del caso de la compañía Reading. En

⁴⁶⁴ Véase, por ejemplo, Arthur S. Dewing, «A Statistical Test of the Success of Consolidativos», publicado en el *Quarterly Journal of Economics*, en noviembre 1921 y editado en su *Financial Policy of Corporations*, pp. 885-898, Nueva York, 1926. Para mayor información. Véase Henry R. Seager y Charles A. Gullick, *Trust and Coporation Problems*, pp. 659-661, Nueva York, 1929, y el informe del *Committee on Recent Economic Changes*, vol. I, pp. 194 ff., Nueva York, 1929.

1913 el gobierno de Estados Unidos inició un juicio para la segregación de las propiedades ferroviarias de la empresa y de las propiedades de carbón. El mercado de valores, al formarse su propia opinión sobre las consecuencias, consideró este movimiento como un peligroso ataque a Reading, a pesar del hecho de que la separación en sí misma normalmente hubiese sido considerada «alcista». En 1921, se acordó que las acciones de la filial carbonífera se distribuyese a prorrata entre los accionistas de ordinarias y preferentes de la compañía Reading. Esto fue considerado como una circunstancia favorable, cuando en realidad era una victoria del Gobierno en detrimento de la empresa.

Sin embargo, algunos accionistas de ordinarias objetaron la participación de las acciones preferentes en los «derechos» sobre la empresa carbonífera. Entonces se inició un juicio para restringir estos derechos únicamente a las acciones ordinarias. Curioso pero no sorprendente, el efecto de este cambio fue disminuir el precio de las acciones ordinarias de Reading. Por lógica, las acciones ordinarias debían mejorar su precio, puesto que si el juicio tenía éxito implicaría más valor para ellas, y si fracasaba —tal como sucedió— no tendrían menos valor que antes. Sin embargo, el mercado de valores simplemente señaló que como había un litigio era mejor alejarse de la acción ordinaria de Reading.

Las situaciones en las que hay juicios suelen permitir al analista aprovechar la ventaja de su estudio cuantitativo con respecto a la actitud cualitativa de los accionistas en general. Supongamos que los activos de una quiebra han sido liquidados y queda efectivo para distribuirlo entre los tenedores de bonos, por ejemplo, del 50% neto, pero aún está pendiente un litigio iniciado por otros para cobrar parte de ese dinero. Puede ser que la demanda sea tan descabellada que sea absurda o puede haber sido denegada en primera instancia, o hasta en apelaciones, y que solo exista una mínima posibilidad de que llegue a la Corte Suprema de Estados Unidos. Aun así, el simple hecho de que exista un juicio pendiente reducirá notablemente el valor de los bonos, que se venderán a 35 en lugar de a 50. La anomalía es que una demanda remota, que hasta para el demandante puede no tener demasiada importancia, puede causar un grave daño en el valor del mercado de la empresa acusada. Por eso nos encontramos con casos de subestimaciones matemáticamente demostradas y, si los tomamos como ejemplo, se prestan muy bien a ser utilizados por los analistas financieros.

Ejemplos. Los pagarés al 8% de Island Oil and Transport. En junio de 1933, estos pagarés se vendían a 18. El interventor judicial tenía un fondo de efectivo equivalente a un 45% de la emisión, de lo que había que deducir ciertas comisiones y provisiones, indicando un balance distributivo de unos 30 para los pagarés. La distribución había sido

retrasada por la presentación de una demanda por daños que había sido rechazada en sus varias etapas legales y estaba a punto de alcanzar su resolución definitiva. El juicio estaba ejerciendo un efecto desproporcionado sobre la cotización, por el hecho de que el pleito podía haber sido resuelto mediante el pago de una cantidad relativamente pequeña. Después del fallo del alto tribunal, los tenedores recibieron una cantidad de 290 dólares por cada 1.000 dólares en abril de 1934 y se agregó una pequeña distribución adicional.⁴⁶⁵

Una situación similar ocurrió en el caso de las acciones de United Shipyards Corporation tras ratificarse la venta de sus propiedades a Bethlehem Steel Company en 1938. Algunos accionistas descontentos iniciaron una demanda basándose en que el precio era, según ellos, inadecuado. El efecto del litigio fue mantener bajo el precio de las acciones clase B, a $1\frac{1}{4}$ en enero de 1939, con respecto a un valor de realización de entre $2\frac{1}{2}$ y 3 si la venta se confirmaba. Obviamente, si el juicio tenía alguna razón de ser, la acción debía valer más y no menos que $2\frac{1}{2}$; del mismo modo, si los accionistas no tenían razón, como parecía evidente, entonces las acciones valdrían más del doble de su precio actual. (Una disparidad similar existía con el precio de las acciones clase A.)

Emisiones de inversión subestimadas. Se pueden descubrir bonos y acciones preferentes subestimadas para invertir en cualquier período si se investiga con una cierta asiduidad. En muchos casos, el bajo precio de una acción o un bono se debe a una escasa promoción, que suele ser el resultado de una emisión pequeña, aunque su reducida cantidad pueda proporcionar mayor seguridad. Las 6s de la Electric Refrigeration Building Corporation, emitidas en 1936, y descritas en el capítulo 26, son un buen ejemplo de esta paradoja.

A veces, una circunstancia específica refuerza enormemente la posición de una emisión principal, pero el precio tarda en reflejarse, y es entonces cuando aparece una oportunidad de encontrar un buen negocio. Estas circunstancias normalmente están relacionadas con la estructura de capitalización o con las relaciones corporativas. Ilustraremos este punto con varios ejemplos.

Ejemplos: En 1923 la empresa Youngstown Sheet and Tube compró

⁴⁶⁵ Una situación muy similar ocurrió en 1938 con respecto a varias emisiones de bonos de National Bondholders Corporation, que estaba liquidando algunas propiedades y haciendo frente a algunas demandas. Estos productos financieros se vendían a un precio mucho menor que el importe realizable de dicha liquidación, principalmente porque había juicios que involucraban a un fondo de efectivo sustancial. Al igual que en el ejemplo de Island Oil, el juicio estaba en su última etapa de apelación, y todas las decisiones previas habían sido favorables a los tenedores de los bonos. Tras la sentencia firme, el precio pasó de 26 en 1938 a 41 en 1939.

las propiedades de Steel and Tube Company of America y asumió sus bonos con garantía hipotecaria colectiva de 7% con vencimiento en 1951. Youngstown vendió una emisión de obligaciones no garantizadas al 6% a un precio de 99 para obtener fondos para esta compra. En ese momento se obtuvo la siguiente relación de precios:

Empresa	Precio	Rentabilidad,%
La serie Youngstown Sheet and Tube Debenture 6%	99	6,02
La serie Steel and Tube General 7%	102	6,85

El mercado no se percató de la alteración de la situación de los bonos de Steel and Tube, y por eso se vendieron a una renta más alta que la emisión sin garantía de la misma empresa deudora. Esto presentaba una clara oportunidad para el analista de recomendar una compra o un intercambio.

En 1922, la ciudad de Detroit compró las líneas urbanas de la Detroit United Railway Company y convino pagar la cantidad suficiente para recomprar la serie primera de Detroit United Railway con cupón del 4½% con vencimiento en 1932. En el contrato de compraventa se agregaron una serie de cláusulas de protección que prácticamente aseguraban que la ciudad de Detroit era garante de los bonos. Sin embargo, después de haberse realizado el negocio, los bonos se vendieron a 82, rindiendo más del 7%. El mercado de bonos no reconoció su verdadero estatus como obligaciones implícitas de la ciudad de Detroit.

En 1924, la compañía Congoleum tenía 1.800.000 al 7% de acciones preferentes, 2.890.000 dólares de bonos y 960.000 acciones ordinarias con un valor de mercado de aproximadamente 48.000.000 de dólares. En octubre de ese año la empresa emitió 681.000 acciones ordinarias adicionales para comprar Naim Linoleum, una compañía del mismo sector, con unos activos tangibles de 15.000.000 de dólares. Los enormes activos creados por esa relativamente pequeña emisión los hacía seguros, pero el precio de las acciones preferentes permaneció bajo par.

En 1927, Electric Refrigeration Corporation (luego Kelvinator Corporation) vendió 373.000 acciones ordinarias por 6.600.000 dólares, sumando un total de 1.000.000 de acciones ordinarias por un valor de mercado de 21.000.000, por detrás de los 2.880.000 de pagarés al 6%, con vencimiento en 1936. Las obligaciones se vendían a 74, sin embargo, rendían un 11%. El bajo precio se debía a un gran déficit de operaciones incurrido por la empresa en 1927, pero el mercado no tuvo en cuenta el hecho de que la percepción de una gran cantidad de efectivo por la venta

de acciones adicionales había establecido una base sólida para hacer frente a la pequeña emisión de obligaciones.

Estas cuatro emisiones prioritarias fueron todas pagadas sobre el par o a un precio superior. (La de Congoleum-Naim fue pagada a 107 en 1934.) Ejemplos como estos resultan muy apropiados para nosotros, puesto que no implican riesgos posteriores acerca de su análisis. Para evitar ponerlo todo a nuestro favor, expondremos otro caso que es de actualidad en el momento de escribirse este capítulo.

Un ejemplo actual. Las series primeras con cupón del 5% de la compañía Choctaw and Memphis Railroad con vencimiento en 1949, se vendían en 1939 a casi 35, incluyendo más de 5 años sin pagar intereses. Eran el primer gravamen para la futura extensión de la línea de Chicago, Rock Island and Pacific System. Rock Island estuvo declarando pocos beneficios desde 1930, y todas sus obligaciones estaba en mora. Sin embargo, en 1937, una segregación de los beneficios por divisiones hipotecarias mostró que la línea de Choctaw and Memphis era muy rentable, y que sus cobros por interés habían sido cubiertos 2,6 veces ese año a pesar de que la empresa había tenido unos beneficios de solo 2.700.000 dólares con respecto a unos intereses totales de 14.080.000 dólares. Además, todos los planes de reorganización presentados en 1939, incluido el del inspector de la ICC (siglas en inglés de la Comisión de Comercio Interestatal), habían considerado la totalidad de los intereses de la emisión, a pesar de que prácticamente toda la estructura de bonos remanente debía ser suprimida de forma drástica, y los intereses totales por cobrar también reducidos a menos de 2.500.000 dólares anuales.

Suponiendo, tal como parece, que la empresa se reorganizara como se había propuesto, era claro que estos bonos de Choctaw and Memphis tendrían una posición muy fuerte tanto si permanecían con su gravamen sobre el valioso kilometraje de la línea y sus intereses se cancelasen como si eran entregados a la par en una nueva y pequeña primera hipoteca sobre el sistema. Esta conclusión sería inevitable salvo que ocurriera que una ferroviaria con unos ingresos brutos mínimos de 65.000.000 no pudiese asumir cargos por intereses de 2.500.00 anuales, menos de una quinta parte de su anterior carga.

Por todo ello, todos los factores cuantitativos parecerían indicar claramente que la serie Choctaw and Memphis del 5% estaba subestimada a 35 y que, una vez que la recapitalización se completase, la fuerza de esa emisión sería manifiesta.⁴⁶⁶

⁴⁶⁶ Véase la nota 67 del Apéndice para el texto del material en la edición de 1934 relativo a las obligaciones al 6% de Fox Film con vencimiento en 1936, que en 1933 se vendían a 75 con un rendimiento de 20% hasta su vencimiento.

Discrepancias entre precio y valor cuando hay una intervención judicial. En el capítulo 18, al tratar los procedimientos de reorganización, expusimos dos ejemplos de disparidades que se producen en el caso de administración judicial: el caso de Fisk Rubber en el que las obligaciones se vendían a un precio ridiculamente bajo comparado con los activos disponibles; y el caso Studebaker en el que sus obligaciones al 6% eran claramente desproporcionadas con respecto a sus acciones. Puede afirmarse de manera general que en aquellos casos en que valores considerables se liquidan por una intervención judicial, los títulos prioritarios se venden a un precio mucho más bajo. Esta característica tiene una doble consecuencia. Previamente nos ha llevado a recomendar rotundamente en contra de comprar como inversión cualquier producto financiero de una empresa con probabilidades de tener dificultades financieras; ahora cabe señalar que *después* de que estas dificultades se presenten pueden constituir una buena ocasión para ser objeto de análisis.

Esto es así no solo en emisiones tan fuertemente aseguradas que salen indemnes de la reorganización (como las Brooklyn Union Elevated al 5% descritas en el capítulo 2) sino también en títulos prioritarios que son «reducidos proporcionalmente» en los planes de reajuste. Eso parece sostenerse más coherentemente en casos en que la liquidación o venta de intereses externos de lugar a una distribución en efectivo o su equivalente.

Ejemplos: Tres ejemplos típicos que ofrecen ese tipo de situación:

1. *La serie primera con cupón del 5½ de la Ontario Power Service Corporation, con vencimiento en 1950.* Esta emisión dejó de pagar sus intereses en julio de 1932. En ese momento, los bonos se vendían a 21. La Comisión Hidroeléctrica de Ontario compró la propiedad poco después con un arreglo que entregaba 900 dólares por nuevas obligaciones totalmente garantizadas por la provincia de Ontario, por cada 1.000 dólares de bonos de la Ontario Power Service. Las nuevas obligaciones cotizaban a 90 en diciembre de 1933, equivalentes a 81 de los viejos bonos. El pequeño número de tenedores que no realizó el intercambio recibió el 70% en efectivo.
2. *La serie Amalgamated Laundries, Inc., con cupón del 6½% con vencimiento en 1936.* Los síndicos de quiebra fueron designados en febrero de 1932. Los bonos cotizaban a 4 en abril de 1932. En junio de 1932, sus propiedades fueron vendidas a intereses externos, y en agosto de 1932 y marzo de 1933 se pagaron dividendos de

Más ejemplos: en 1938, las obligaciones al 4% de Tung Sol Lamp Company, con vencimiento en 1941, se vendían a 50. El pequeño tamaño de esta emisión, en relación con los recursos y beneficios de la empresa, hacía que su pago fuera seguro. (De hecho, fueron amortizados en 1939 antes de su fecha de vencimiento.)

liquidación de 12½% y 2%. En diciembre de 1933, los bonos aún cotizaban a 4, lo que indicaba que se esperaba al menos ese precio en futuras distribuciones.

3. *Las primeras 8s Fisk Rubber Company y las obligaciones 5 ½s, con vencimiento en 1941 y 1931.* Ya hemos hablado de estas emisiones en el capítulo 18. La sindicatura de quiebra se anunció en enero de 1931. En 1932, la 8% y la 5½% se vendían a 16 y 10½ respectivamente. En 1933 se efectuó una reorganización que distribuyó un 40% en efectivo en la 8% y un 37% para la 5½%, junto con otros productos financieros de dos de las empresas sucesoras. Los valores agregados de efectivo y de los nuevos productos financieros a finales de 1933 eran prácticamente del 100% para el 8% de los bonos y del 70% para las obligaciones de 5½%.

Patrones de precio a consecuencia de la insolvencia. Durante la administración judicial o los procedimientos de quiebra, especialmente si son prolongados, pueden darse ciertos modelos de precios. En primer lugar, hay a menudo una tendencia a que las emisiones de acciones vendan muy alto, no solo en relación al precio de las emisiones de bonos sino en términos absolutos, es decir, en relación a su valor final. Esto es debido a la incidencia de intereses especulativos que son atraídos por una escala de precios aparentemente baja. En el caso de emisiones prioritarias, el interés decae, y el precio tiende a declinar mientras duran los procedimientos. Como consecuencia, los niveles más bajos se alcanzan justo antes del anuncio de los planes de reorganización.

Por ello es preciso encontrar un terreno provechoso para la actividad analítica por lo que respecta al seguimiento de ese tipo de situaciones, para esforzarse en descubrir productos financieros que parecen estar vendiéndose por debajo de su valor intrínseco y para poder determinar cuál es el mejor momento para comprarlos. Pero en esta situación analítica, así como en todas las demás, deberemos advertir, en contra del empeño por calibrar demasiado bien, cuál es el momento apropiado para comprar. Una característica esencial del análisis de productos financieros, tal como lo entendemos, es que el factor tiempo es una consideración condicionada. De ahí que al usar la palabra «aproximadamente» estemos tratando de dejar unos meses y a veces incluso más, para que los productos financieros actúen con libertad, para saber cuál es el «momento ideal» de compra.

Oportunidades en fideicomisos ferroviarios. En los años posteriores a 1932, la mayoría de los ferrocarriles del país pasaron a manos de fondos de entidades depositarias. A finales de 1938, un total de 111 empresas ferroviarias que operaban 78.016 millas (125.554 km), es decir, el 31% del

total de vías ferroviarias de Estados Unidos, estaba en manos de entidades depositarlas o de síndicos de quiebra. Esta ha sido la mayor cantidad de kilómetros de la historia en manos de los tribunales. La reorganización en cada caso fue lenta, ya que por un lado debían tratar con estructuras de capitalización complicadas y, por otro, con la incertidumbre en cuanto a las futuras ganancias normales. Como resultado, el precio de muchas de estas emisiones cayó a niveles extremadamente bajos —que hubiesen presentado una gran oportunidad para los inversores avezados—, porque los beneficios de las empresas ferroviarias en general continuaron durante algunos años mostrando unos escasos resultados con respecto a la economía en general.

Teniendo en cuenta la situación de finales de 1939, parece que muchos de los gravámenes de primera hipoteca sobre importantes líneas ferroviarias cayeron a niveles tan bajos debido a que todo el mundo tenía una visión muy pesimista del futuro de las empresas de transporte. Estas emisiones fueron desde luego más baratas que las emisiones de bonos para carreteras solventes, la mayoría de las cuales se vendían a precios liberales con respecto a informes de beneficios del momento y que, en muchos casos, estaban en peligro de insolvencia si las condiciones empeoraban tanto como el bajo precio de los fidecomisos parecían anticipar. Es algo confiiso. La técnica de analizar emisiones de este último grupo la tratamos en el capítulo 12 y en la nota 66 del Apéndice.

Capítulo 51

Discrepancias entre precio y valor (continuación)

Las distinciones prácticas esbozadas en el capítulo anterior entre acciones ordinarias principales y secundarias tienen su contrapartida en el campo de los títulos prioritarios entre emisiones acreditadas y no acreditadas. Una emisión acreditada puede ser definida como una emisión de una empresa reconocida por el público inversor (el producto puede ser de reciente creación pero la empresa debe tener una buena reputación entre los inversores). Las emisiones acreditadas, y las que no lo son, suelen tener patrones diferentes de conducta en el mercado, esto es:

1. El precio de las emisiones acreditadas a menudo se mantiene a pesar de un debilitamiento considerable de su posición como inversión.
2. Las emisiones no acreditadas son muy sensibles a las circunstancias adversas de cualquier naturaleza. Por ello, suelen caer a precios más bajos que los que debería corresponderles según su informe de beneficios estadístico.

Inercia de precios de emisiones acreditadas. Estas dos características opuestas se deben, al menos en parte, a la inercia y a la falta de conocimientos por parte del inversor típico que compra por reputación antes que por análisis y mantiene tenazmente aquello que ha comprado. Por ello, los poseedores de emisiones muy conocidas no las venden rápidamente y un ligero declive en el precio atrae a compradores que están familiarizados con ese producto financiero.

Ejemplo. Queda bien patente el trato que se les da a las emisiones acreditadas en los datos históricos de mercado de las acciones preferentes no acumulativas al 8% de la compañía United States Rubber. Esta emisión repartió dividendos entre 1905 y 1927. En cada ejercicio de este período, excepto en 1924, hubo inversores que pagaron más que el valor nominal por sus acciones. Su popularidad se basaba enteramente en su reputación y en su historial de dividendos, los resultados estadísticos del período no eran muy impresionantes, incluso para un bono industrial y, por lo tanto, era ridículamente inadecuado comprar acciones preferentes no acumulativas de ese sector. Entre los años 1922 y 1927, se produjeron los siguientes cargos combinados de intereses por cobrar y dividendos

preferentes.

1922	1,20 veces
1923	1,18 veces
1924	1,32 veces
1925	1,79 veces
1926	1,00 veces
1927	1,01 veces

En 1928 las acciones se vendían a un precio tan alto como 109. Durante ese año la empresa tuvo enormes pérdidas y no se repartieron los dividendos preferentes. A pesar de los resultados tan pobres y la ausencia de dividendos, la acción se vendía a 92½ en 1929. (En 1932 se vendió a 378.)⁴⁶⁷

Vulnerabilidad de las emisiones no acreditadas. Volviendo a las emisiones no acreditadas, podemos resaltar que estas corresponden, prácticamente en su totalidad al sector industrial. El elemento de la acreditación desempeña un papel muy pequeño, al igual que sucedía con las diversas emisiones preferentes de los ferrocarriles, y con las del propio grupo de los servicios públicos (es decir, electricidad, gas, teléfono y agua), en las que se encontrarán variaciones de precios que siguen las estadísticas muy de cerca, sin ser influenciados fuertemente por el factor de popularidad o de familiaridad, salvo en algunos casos de empresas pequeñas.

La financiación industrial ha llevado al mercado un continuo flujo de emisiones de bonos y acciones preferentes de empresas nuevas que aparecen en las listas de inversión. Los inversores han sido persuadidos de comprar acciones de estas nuevas compañías atraídos por una rentabilidad moderadamente más alta que la cotización estándar para productos financieros acreditados de grado similar. Si la rentabilidad se mantiene ininterrumpidamente después de la emisión, el nuevo producto financiero demuestra cumplir bien con su propósito. Pero cualquier situación adversa conducirá a un serio declive del precio de mercado. Esta vulnerabilidad de las emisiones no acreditadas lleva a la conclusión de que no es buena idea comprar *nuevos* bonos industriales o acciones preferentes para invertir en forma directa.

⁴⁶⁷ Un ejemplo más reciente del mismo tipo lo presenta Curtís Publishing y sus acciones preferentes al 7%, que se vendían a 114 en 1936 y a 109½ en 1937, a pesar de los pocos beneficios mostrados (y los activos tangibles). El alto precio de muchos bonos ferroviarios en esos años, pese a sus poco favorables informes de beneficios, también ilustra este punto.

Teniendo en cuenta que esas emisiones son excesivamente sensibles a las evoluciones adversas, parecería que el precio podría con frecuencia descender notablemente y, por lo tanto, ofrecer buenas oportunidades de compra. Esto es indudablemente cierto, pero hay que tener mucha precaución al intentar aprovechar estas disparidades. En primer lugar, porque esta subestimación no se debe solo a un tema subjetivo, como la falta de conocimiento del mercado. La acreditación, a menudo, es definida como una cualidad objetiva que proviene de una demostrada habilidad para navegar en las tormentas financieras. Si bien esa definición no es muy acertada, tiene suficiente veracidad como para justificar la preferencia por parte del inversor de emisiones acreditadas.

Más importante, tal vez, es la amplia distinción que se puede establecer con respecto al tamaño e importancia de los productos financieros acreditados y los no acreditados. Las empresas más grandes son generalmente las más antiguas y, por lo tanto, tienen emisiones prioritarias que son de confianza para el mercado. Por eso, los bonos o acciones preferentes no acreditadas son en su mayoría emisiones de empresas de importancia secundaria. Sin embargo, tal como hemos puntualizado con respecto a las inversiones industriales (capítulo 7) en este sector, el tamaño preponderante puede ser razonablemente considerado una gran ventaja. De ello se desprende que las emisiones no acreditadas sufrirán una desventaja en absoluto desdeñable.

Las emisiones industriales no acreditadas difícilmente obtienen la rating de inversión. El resultado práctico y lógico es que las emisiones industriales no acreditadas difícilmente obtienen una *rating* de inversión y, por lo tanto, solo deberían ser compradas como especulación. Esto a su vez requiere que el precio de mercado sea lo suficientemente bajo como para permitir un aumento sustancial, por ejemplo, el precio debe estar por debajo de 70. Se debe tener en cuenta que al tratar las emisiones preferentes especulativas (capítulo 26) nos referimos al sector de precio de 70 a 100 como el «rango de variación subjetiva» en el cual una emisión puede venderse apropiadamente debido a una legítima diferencia de opinión en cuanto a si es o no es sólida. Parece, sin embargo, que, en el caso de bonos o acciones preferentes industriales, los analistas no deberían dejarse llevar por un nivel de precios de este rango, aun cuando los números cuantitativos sean bastante satisfactorios. Solo debe optar por estas acciones cuando puedan ser compradas a un precio francamente especulativo.

La excepción a esta regla se da cuando los números estadísticos son extraordinariamente fuertes, como fue el caso de los pagarés al 6% de Fox Film, mencionados en el capítulo anterior y descrito en la nota 67 del Apéndice. Dudamos de que tales excepciones permitan incluir con

prudencia cualquier acción preferente industrial no acreditada, debido a la debilidad contractual de tales emisiones. (En el caso de las preferentes de Congoleum, descritas anteriormente, la empresa tenía un tamaño dominante en su sector, y las acciones preferentes no es que estuvieran «no acreditadas» sino que estaban inactivas en términos de mercado.)

Discrepancias al comparar precios. Las comparaciones pueden o no ser odiosas, pero suelen tener una fascinación engañosa para el analista. Se trata de un procedimiento mucho más simple el decidir que la acción A es preferible a la acción B, que el determinar que la acción A es una compra atractiva por sí misma. Ya en nuestro capítulo sobre análisis comparativo hemos aludido a la responsabilidad particular que implica recomendar cambios de productos financieros y advertimos acerca de la rápida aceptación de una mera superioridad cuantitativa. A menudo es el futuro el que no respeta los datos estadísticos. En otras palabras podemos decir que el analista no debería sugerir un cambio de producto financiero a no ser que (1) la emisión a comprar sea atractiva por sí misma o (2) exista una relación contractual definida entre ambas emisiones. Ilustraremos dicha consideración (1) con dos ejemplos comparativos de nuestros registros.

Ejemplos: I. Comparación realizada en marzo de 1932.

Partida	Ward Baking First 6s con vencimiento en 1937. Precio 85¹/₄, cupón del 6%, rendimiento 9,70%	Bethlehem Steel First & Ref con vencimiento en 1942. Precio 93, con cupón del 5% rendimiento 5,90%
Cargos totales por intereses devengados:		
1931	8,1 veces	1,0 veces
1930	8,2 veces	4,3 veces
1929	11,0 veces	4,8 veces
1928	11,2 veces	2,7 veces
1927	14,0 veces	2,3 veces
1926	14,5 veces	2,6 veces
1925	12,6 veces	2,1 veces
Promedio siete años	11,4 veces	2,8 veces
Cantidad de bonos emitidos	4.546.000 \$	145.000.000* \$
Valor de mercado de las emisiones de acciones (promedio de marzo 1932)	12.200.000	116.000.000
Activo disponible	3.438.000	50.300.000
Capital circulante neto	3.494.000	116.300.000

* Incluyendo acciones garantizadas.

En esta comparación, la emisión de Ward Baking mostraba valores estadísticos más fuertes que los bonos de Bethlehem Steel. Además, la emisión parecía lo suficientemente bien protegida como para merecer una calificación de inversión, a pesar de su alto rendimiento. Los factores cualitativos, aunque no eran impresionantes, no sugerían posibilidades de estancamiento del negocio. Por eso, los bonos podrían ser recomendados tanto como una compra original como una sustitución ventajosa de los bonos con cupón del 5% Bethlehem Steel.

II. Comparación realizada en marzo de 1929.

Partida	Preferentes primarias al 7% de Spear & Co. (Tiendas de muebles). Precio 77, rendimiento 9,09%	Preferentes de Republic Iron & Steel al 7% Precio 112, rendimiento 6,25%
(Intereses y) dividendos de preferentes devengados:		
1928	2,4 veces	1,9 veces
1927	4,0 veces	1,5 veces
1926	3,0 veces	2,1 veces
1925	2,5 veces	1,7 veces
1924	4,7 veces	1,1 veces
1923	6,5 veces	2,5 veces
1922	4,3 veces	0,5 veces
Promedio de siete años	3,9 veces	1,6 veces
Cantidad de bonos emitidos	Ninguno	32.700.000 \$
Cantidad de la emisión de preferentes primarias	3.900.000 \$	25.000.000
Valor de mercado de las emisiones subordinadas	3.200.000*	62.000.000
Capital circulante neto	10.460.000	21.500.000

* Incluye preferentes secundarias estimadas en 50.

En esta comparación, la emisión de Spear and Company sin duda mostraba mejores números que las acciones preferentes de Republic Iron and Steel. En sí mismos, sin embargo, sus números no eran lo suficientemente impresionantes como para convencer a los inversores de sus méritos, considerando el tipo de negocio al que se dedicaba, y que se trataba de acciones preferentes. El precio de las acciones no era lo bastante bajo como para recomendarlo como fuente especulativa. Esto implicaba también que no podrían ser recomendadas tampoco para ser

intercambiadas por otras acciones, tales como las de Republic Iron and Steel.

Comparación de emisiones relacionadas. Cuando las acciones analizadas están relacionadas, nos encontramos ante una situación diferente. Entonces solo puede pensarse en un intercambio desde el punto de vista de cada uno de los méritos de una situación determinada; sin embargo, la responsabilidad de entrar o permanecer en ella no debe ser asumida por el analista. En los capítulos anteriores, hemos analizado varios casos en los cuales los precios relativos estaban claramente fuera de lugar, lo que permitía recomendaciones autoritarias para que se produjera un intercambio de acciones. Estas disparidades provienen del frecuente fracaso por parte del mercado general en reconocer el efecto de provisiones contractuales y, a menudo, también son debidas a la tendencia de los mercados especulativos a concentrar su atención en las acciones ordinarias y desechar los títulos prioritarios. En el capítulo 17 hemos visto algunos ejemplos del primer tipo al tratar el tema de las discrepancias de precios de las emisiones garantizadas. Las discrepancias de precios entre distintas emisiones de Interborough Rapid Transit Company, que se exponen en la nota 56 del Apéndice y entre la serie Brooklyn Union Elevated Railroad con cupón del 5% de y la de Brooklyn-Manhattan Transit Corporation con cupón del 6%, referidas en el capítulo 2, son otras muestras de esta categoría.⁴⁶⁸

La ilógica relación de precios entre las acciones convertibles prioritarias y las acciones ordinarias, expuesta en el capítulo 25, son ejemplos de oportunidades que surgen de la concentración de intereses especulativos sobre las acciones subordinadas más activas. Una manifestación distinta de esa misma tendencia general es la que se mostró en la brecha de 5 puntos que existió en agosto de 1933 entre el precio de las acciones ordinarias «libres» de la compañía American Water Works and Electric y los certificados de inversión con derecho a voto, menos activos, de la misma emisión. Estos fenómenos invitan no solo a intercambios directos sino a realizar operaciones de cobertura.

Una comparación similar podría hacerse con lo sucedido en julio de 1933 entre las acciones preferentes no acumulativas al 5% de Southern Railway, que no pagaban dividendos y se vendían a 49, y los certificados

⁴⁶⁸ Se invita al analista a considerar las relaciones de precios entre Pierce Petroleum y Pierce Oil, tanto preferentes como ordinarias en 1929; entre los bonos 572% de Central States Electric Corporation y las acciones ordinarias de North American Company en 1934; entre las emisiones ordinarias de Advance-Rumely Corporation y las de Allis-Chalmers Manufacturing Company en 1933; entre las de Ventures, Ltd., y Falconbridge Nickel; y entre las acciones ordinarias de Chesapeake Corporation y Chesapeake and Ohio Railway en 1939, como ejemplos de disparidades provenientes de la posesión por parte de una empresa de productos financieros de otra.

de inversión de Mobile and Ohio Stock, que eran una obligación del mismo tipo, con una garantía perpetua de un dividendo del 4% y que se vendían a $39\frac{3}{4}$. Aun cuando el dividendo preferente se hubiera pagado inmediatamente y hubiese continuado sin interrupción, la rentabilidad total no hubiera sido más alta que la que se obtenía de las obligaciones preferentes a interés fijo. (En 1939, las acciones preferentes de Southern Railway, todavía sin pagar dividendos, se vendían a 35 frente a un precio de 40 por los certificados al 4% de Mobile and Ohio. A estos precios, la ventaja para la emisión garantizada todavía era clara.)

Otras discrepancias menos ciertas. En los ejemplos precedentes, las aberraciones son matemáticamente demostrables. Hay más clases de disparidades entre productos financieros prioritarios y subordinados que pueden resultar difíciles de probar de manera tan tajante, pero que sí se pueden estimar con la suficiente certeza para fines prácticos. Como ejemplo de esto, cabe destacar las obligaciones de Colorado Industrial Company con cupón del 5%, con vencimiento el 1 de agosto de 1934 y garantizadas por la Colorado Fuel and Iron Company, que en mayo de 1933 se vendían a 43, mientras que las preferentes de Colorado Fuel and Iron al 8%, sin pagar dividendos., se vendían a 45. La emisión de bonos se tenía que pagar en su totalidad a los catorce meses, de lo contrario las acciones preferentes podían verse extinguidas. Para que las preferentes fuesen más valiosas que los bonos comprados al mismo precio, era necesario no solo que los bonos se pagasen a la par durante más de un año sino que los dividendos preferentes se abonasen y los dividendos anteriores se saldasen en un breve periodo de tiempo. Esto resultaba prácticamente inconcebible.

Al comparar acciones preferentes no convertibles con acciones ordinarias de la misma empresa, podemos observar una tendencia similar a que las últimas se vendan muy altas en comparación con las primeras, a pesar de que ambas tienen una base especulativa. Las comparaciones de este tipo se pueden, sin embargo, realizar con seguridad solo cuando las preferentes tienen dividendos acumulativos. (La razón para esta restricción debería quedar clara con nuestra detallada exposición del capítulo 15 sobre las incapacidades de las acciones no acumulativas.) Resultaba claramente injustificado un precio de 10 para las acciones ordinarias de American and Foreign Power Company, cuando las preferentes secundarias acumulativas de 7 dólares se vendían a 11, en abril de 1933. Puede hacerse una distinción similar con respecto al precio de $21\frac{1}{2}$ por las acciones ordinarias de la compañía Chicago Great Western Railroad en febrero de 1927 con respecto a $32\frac{1}{2}$ por las acciones preferentes al 4% en las cuales se habían acumulado dividendos por un total de 44 dólares por acción.

No obstante, si se produce una prosperidad extraordinaria en este tipo de situaciones, las acciones ordinarias pueden eventualmente valer bastante más que las preferentes. Pero si esto llegara a ocurrir, la empresa pasaría por un período intermedio durante el cual su mejor situación le permitiría pagar los dividendos preferentes y luego descargar los acumulados. Puesto que esas situaciones benefician directamente a las acciones preferentes, es posible que establezcan (al menos por un tiempo) un valor de mercado para los títulos prioritarios más alto que para el de las acciones ordinarias. Por eso, suponiendo un apreciable grado de desarrollo, la compra de acciones preferentes a bajos niveles debería ofrecer mejores resultados que la compra de acciones ordinarias.

Discrepancias debidas a factores especiales de oferta y demanda.

Las ilógicas relaciones que hemos estado considerando se deben a las condiciones de oferta y demanda, que a su vez son el producto de compras especulativas irreflexivas. A veces, las discrepancias son ocasionadas por factores temporales y especiales que afectan ya sea a la oferta o a la demanda.

Ejemplos. La ilógica relación de precios entre la serie con tasa de interés al 5% y la serie con tasa de interés al 7% de Interboro Rapid Transit Company en 1933 era debida a las operaciones de un fondo de amortización, que compró la serie al 5% y no la de tasa de interés al 7%, lo que resultó un instrumento para la subida desproporcionada del precio de la primera. Un ejemplo destacable de este tipo es la acción de mercado de la serie de United States Liberty con tasa de interés al 4¼% durante el reajuste de posguerra de los 1921-1922. Durante la guerra se compraron grandes cantidades de estos bonos por razones patrióticas que se financiaron con préstamos bancarios. El deseo generalizado de liquidar esos préstamos supuso un gran nivel de ventas que hizo caer los precios. Esta presión vendedora dio lugar a que se estableciera un precio muy bajo para los bonos Liberty en comparación con los de las emisiones ferroviarias que, por supuesto, eran menos seguros y tenían mayores desventajas impositivas. Compárense los siguientes precios de septiembre de 1920.

Emisión	Precio	Rentabilidad
Serie cuarta de United States Liberty Fourth con cupón del 4¼%, con vencimiento en 1938	84½	5,64%*
Serie primera de Union Pacific con cupón del 4%, con vencimiento en 1947	80	5,42%

* Sin permitir exenciones impositivas.

Esta situación brindó una excelente oportunidad al analista financiero

para sugerir cambios de las emisiones de la vieja línea de ferrocarril a los bonos Liberty.

Una disparidad menos relevante se produjo poco después entre el precio de esos bonos Liberty y la serie de United States Victory con cupón del 4¾%, con vencimiento en 1923. Esta situación fue analizada en un informe elaborado por uno de los autores de este libro, una copia de la cual se encuentra en la nota 68 del Apéndice, y que se ofrece como un ejemplo adicional de «análisis práctico de productos financieros».

Los bonos United States Savings ofrecen oportunidades similares. La disparidad entre las obligaciones del Gobierno de Estados Unidos y las de las empresas ha resurgido en los últimos años para el inversor de medios moderados. La rentabilidad de los bonos United States Savings (disponibles para cualquier persona por un importe de 10.000 dólares al año) es 2,90% según el cálculo del interés compuesto y de 3,33% a interés simple. Esta rentabilidad es más alta que la obtenida por la mejor emisión industrial o de servicios públicos.⁴⁶⁹ Además de su seguridad, que en el presente es claramente superior a la de cualquier empresa, estos bonos tienen la ventaja menor de estar exentos de los impuestos normales sobre los beneficios y la ventaja mayor de ser cobrables por el tenedor en cualquier momento, protegiéndolo así de las caídas que pueda tener el valor de mercado.

⁴⁶⁹ El promedio de rentabilidad para esos bonos durante los primeros tres meses de 1940, que llevaban la calificación de A1+ de la Standard Statistics Company, fue de solo 2,62% y 2,44%, respectivamente.

Capítulo 52

Análisis de mercado y análisis de productos financieros

Predecir los precios de los productos financieros no forma parte del análisis financiero. Sin embargo, a menudo se suele pensar que ambas actividades están íntimamente relacionadas porque frecuentemente las realizan las mismas personas u organizaciones. En el intento de predecir los precios, se emplean múltiples objetivos y una aún mayor serie de técnicas. En Wall Street se da mucha importancia a la ciencia, arte o pasatiempo de pronosticar los comportamientos inmediatos del «mercado en general», lo que normalmente queda representado en los distintos índices promedio que publica la prensa financiera. Algunos de los servicios de estos expertos limitan su pronóstico a la tendencia a largo plazo, ignorando las fluctuaciones diarias y considerando los ciclos «más amplios» de, por ejemplo, varios meses. También se da mucha importancia al hecho de pronosticar la evolución de emisiones particulares en lugar de al mercado en su conjunto.

El análisis de mercado como sustituto o complemento de] análisis financiero. Dando por sentado que estas actividades se realizan con bastante seriedad y que constituyen algo más que simples suposiciones, nos referiremos a todas ellas como «análisis de mercado». En este capítulo analizaremos hasta qué punto el análisis de mercado puede considerarse un sustituto del análisis financiero o bien puede complementarlo. La cuestión sería importante si, como muchos creen, pudieran predecirse con cierta seguridad los movimientos de los precios de las acciones sin hacer referencia a sus valores latentes. En tal caso, sería sensato delimitar el análisis financiero únicamente a la selección de inversiones con valor fijo, ya que, por lo que respecta a las acciones ordinarias, sería mucho más rentable manejar las técnicas que permiten determinar cuándo comprar y vender o seleccionar las emisiones que van a tener una gran progresión en lugar de dedicar grandes esfuerzos a tratar de desentrañar el valor intrínseco de una acción. Muchos consideran que el mejor resultado se obtiene a través del análisis de la posición de mercado de una acción junto con el análisis de su valor intrínseco. Si es así, el analista financiero que se

aventure más allá de las inversiones a precio fijo debe ser también un analista de mercado y estar preparado para ver cada situación desde ambos puntos de vista a la vez.

No nos corresponde a nosotros realizar una crítica detallada de las teorías y técnicas subyacentes de los diferentes métodos de análisis de mercado. Simplemente nos limitaremos a estudiar las amplias líneas de pensamiento sobre las que se basa la predicción de precios. Si bien este tratamiento puede ser incompleto, podremos llegar a conclusiones útiles acerca de la relación entre análisis de mercado y análisis financiero.

Dos clases de análisis de mercado. Puede hacerse una primera distinción entre dos tipos de análisis de mercado. Por un lado, el que utiliza exclusivamente como material para sus predicciones el comportamiento pasado de las acciones del mercado. Por otro, el que tiene en cuenta todo tipo de factores económicos, por ejemplo, las condiciones del negocio, generales y específicas, el coste del dinero, la situación política (el comportamiento del mercado es en sí mismo un elemento de estudio). La teoría fundamental del primer método es que «el propio mercado es su mejor profeta». El comportamiento del mercado es generalmente estudiado a través de gráficos, en los cuales se pueden observar los movimientos de las acciones individuales o de los «promedios». Aquellos que se dedican principalmente al estudio de estos movimientos son conocidos como «chartistas», y su procedimiento se llama «análisis gráfico».

Sin embargo, hay que destacar que la mayoría de los actuales análisis de mercado utilizan una combinación de ambos métodos; en este caso, la actividad del mercado constituye un campo de estudio predominante pero no exclusivo. Los indicadores generales de la economía desempeñan un papel subordinado pero significativo. Por eso, hay un gran margen para el juicio individual, no solo para interpretar los datos técnicos del mercado, sino para relacionarlos con los demás indicadores externos. Sin embargo, la «teoría Dow» —el método más conocido de análisis del mercado—, se limita esencialmente al análisis de su comportamiento. Por ello, creemos que está justificado ocuparse por separado de la lectura de gráficos que se aplica exclusivamente a los precios de las acciones.

Implicaciones de la primera clase de análisis de mercado. Hay que reconocer que la moda de efectuar esos «estudios técnicos» se ha incrementado notablemente en los últimos quince años, mientras que el análisis de productos financieros sufrió una pérdida de prestigio a partir de 1927, de la cual no se ha recuperado del todo. Aparentemente, la lectura de gráficos ha incrementado su número de seguidores, incluso durante la larga depresión y también posteriormente. Muchos escépticos, es cierto,

consideran que todo ese procedimiento es tan eficaz como la astrología o la necromancia, pero la importancia que han cobrado en Wall Street requiere que sus propuestas sean evaluadas atentamente. A fin de dar a nuestra discusión un marco de razonamiento lógico, omitiremos deliberadamente efectuar un resumen de los principales fundamentos de la lectura de gráficos.⁴⁷⁰ Solo queremos que se tengan en consideración las implicaciones que tiene la idea general de que el estudio de los movimientos pasados pueden ayudarnos a prever con certeza los movimientos del futuro.

Creemos que un estudio de ese tipo debe comportar las siguientes conclusiones:

1. La lectura de gráficos no puede ser una ciencia.
2. No se ha demostrado en el pasado que sea un método fiable para obtener ganancias en el mercado de valores.
3. Su base teórica se sustenta en una falsa lógica o en simples afirmaciones.
4. Su popularidad se debe a ciertas ventajas que tiene con respecto a la especulación fortuita, pero dichas ventajas tienden a ser menores a medida que la cantidad de estudiantes de gráficos aumenta.

1. *La lectura de gráficos no es una ciencia, y su práctica no puede ser siempre exitosa.* Que la lectura de gráficos no puede ser considerada una ciencia es algo fácilmente demostrable: si fuera una ciencia sus conclusiones serían por norma fiables y cualquiera podría predecir los cambios de precios de mañana o de la semana siguiente y, por lo tanto, todos podrían ganar dinero comprando y vendiendo en el momento exacto. Esto es manifiestamente imposible. Si nos paramos a pensar un momento, nos daremos cuenta de que no puede haber una predicción científica de hechos económicos bajo control humano. La sola fiabilidad de esa predicción comportaría cambios en la conducta humana que la invalidarían. Por ello, los lectores de gráficos más astutos afirman que su éxito es posible solo si el método no se divulga demasiado.

2. Debido a ello, se deduce que no hay un método de lectura de gráficos conocido que haya resultado exitoso durante mucho tiempo.⁴⁷¹ Si fuera

⁴⁷⁰ Para obtener más detalles con respecto a la teoría y práctica de la lectura de gráficos, véanse: R. W. Shabacker, *Stock Market Profits*, B. C. Forbes, Nueva York, 1934; Robert Rhea, *The Dow Theory, passim*, de Barron, Nueva York, 1932; H. M. Gartley, *Analyzing the Stock Market*, una serie de artículos en Barron comenzando con la edición de 19 de sept., 1932 y finalizando con la de 5 de dic., 1932. Véase nota 69 del Apéndice para un breve resumen de los principales puntos de la teoría Dow.

⁴⁷¹ Los seguidores de la teoría Dow aseguran que durante muchos años ha sido siempre exitosa. Desconfiamos de ello, debido en parte a algunas interpretaciones controvertidas acerca de lo que la teoría indicaba en diferentes ocasiones.

conocido, enseguida sería adoptado por incontables agentes de Bolsa, lo que acabaría con su utilidad.

3. *Bases teóricas cuestionables.* La base teórica de la lectura de gráficos es más o menos la siguiente:

- a. La acción del mercado (o de una acción en particular) refleja las actividades y las intenciones de aquellos interesados en ellas.
- b. Por eso, al estudiar los registros del mercado de acciones, puede saberse qué es lo siguiente que ocurrirá en el mercado.

Es posible que las premisas sean ciertas, pero las conclusiones no necesariamente lo son. Se puede aprender mucho acerca de la posición técnica de una acción a través de la lectura de los gráficos y aun así no saber *lo suficiente* como para operar rentablemente con esa acción. Una buena comparación son las carreras de caballos y el análisis de sus «antecedentes», que tan asiduamente estudian los devotos de los hipódromos. Sin duda, esos datos ofrecen una información considerable con respecto a los méritos de las anotaciones y, a menudo, permitirán escoger al caballo ganador, pero el problema es que no pueden hacer nada para que esa valiosa información sea suficiente como para que apostar a esos caballos sea un entretenimiento rentable.

Más relacionada con nuestro ámbito, existe una situación análoga dentro del propio análisis de productos financieros. Los beneficios pasados de una empresa suministran una información útil acerca de sus posibles ganancias futuras, útil pero no infalible. El análisis de productos financieros y el de mercado son similares en el sentido de que tratan con información que no es concluyente con respecto al futuro. La diferencia, como señalaremos más adelante, es que el analista de productos financieros se puede proteger con un margen de seguridad del que no dispone el analista de mercado.

Sin duda, hay momentos en los que el comportamiento del mercado, revelado en los distintos gráficos, transmite una información importante a aquellos que están acostumbrados a interpretarla. Si la seguridad de los indicios de los cuadros estuviera limitada a aquellos casos verdaderamente convincentes, se podría proporcionar un argumento más positivo a favor del «estudio técnico». Pero esas señales tan precisas parecen darse muy de vez en cuando y, mientras tanto, la impaciencia humana, además de las exigencias profesionales del lector de gráficos, lo inducirán a sacar conclusiones de cuadros cuya información no es muy fiable.

4. *Otras debilidades prácticas y teóricas.* El atractivo de la lectura de gráficos para el comprador de acciones es como el de una medicina patentada para un inválido incurable. De hecho, el especulador de

acciones sufre un mal incurable. La cura que busca, sin embargo, no es la falta de especulación sino las ganancias. A pesar de toda su experiencia, se convence a sí mismo de que las ganancias pueden obtenerse y retenerse y se aferra con codicia a cualquier medio para conseguir sus fines.

En nuestra opinión, la lectura de gráficos deriva en buena medida de la insistencia de aquella máxima de los jugadores de que debe acabarse rápidamente con las pérdidas, mientras que las ganancias deben dejarse correr libremente. Este principio, normalmente, previene grandes pérdidas inmediatas y a veces permite grandes beneficios. Por eso, los resultados, además, suelen ser mejores que aquellos que se producen fortuitamente siguiendo «los pronósticos del mercado». Teniendo en cuenta esta ventaja, los inversores están seguros de que al desarrollar la fiabilidad de las técnicas de lectura de gráficos se asegurarán beneficios continuos.

Sin embargo, esta conclusión acarrea una doble falsedad. Muchos jugadores de ruleta siguen un procedimiento similar para limitar sus pérdidas durante un día, lo que les permite a veces obtener grandes ganancias. No obstante, al final siempre descubren que la suma de las pequeñas pérdidas excede a las de las grandes, pero escasas, ganancias. (Ello se debe a que las posibilidades matemáticas en su contra son inexorables a lo largo del tiempo.) Lo mismo le ocurre al inversor de Bolsa cuando descubre, que el coste de negociar está en su contra. Un segundo inconveniente es que» mientras los métodos de lecturas de gráficos ganan popularidad, la cantidad de las pérdidas en negocios poco lucrativos tiende acrecer, y las ganancias, a disminuir. Teniendo en cuenta que cada vez más personas, que siguen el mismo sistema, reciben la señal de compra al mismo tiempo, el resultado de dicha compra competitiva es que el precio que este grupo paga es más alto que el promedio. A la inversa sucede cuando este gran grupo decide vender al mismo tiempo, ya sea para acabar con las pérdidas o para proteger los beneficios, el resultado es que se obtiene un precio más bajo que el promedio. (El crecimiento del uso de «órdenes *stop-loss*», anteriormente un mecanismo técnico de utilidad para el inversor, tiene el efecto de detraer gran parte de su valor como medida protectora.)

Los estudiosos de gráficos más inteligentes reconocen estas debilidades teóricas y creen que la predicción del mercado es un *arte* que requiere talento, juicio, intuición y otras cualidades personales. Admiten que ninguna regla de procedimiento puede dejarse de lado, de esta manera el resultado será el éxito. Por eso en los círculos de Wall Street impera la tendencia hacia una aproximación ecléctica en la cual se proyecta un extenso análisis del comportamiento del mercado con respecto al contexto general económico, y todo el conjunto se somete a la evaluación de un criterio con experiencia.

El segundo método de predicción mecánica. Antes de considerar la importancia del factor de juicio, analicemos el otro tipo de predicción mecánica, que se basa en factores externos al propio mercado. En lo que al mercado en general se refiere, el procedimiento habitual es elaborar índices representativos de varios factores económicos, como el coste del dinero, el coste de la carga, la producción de acero, etc., y deducir las inminentes transformaciones del mercado a través de la observación de los recientes cambios de esos índices.⁴⁷² Uno de los primeros métodos de este tipo, muy simple, fue el porcentaje de altos hornos en funcionamiento.

Esta teoría fue desarrollada por el coronel Leonard P. Ayres de la Cleveland Trust Company y consistía en que cuando los altos hornos en funcionamiento disminuían un 60% del total, el efecto sobre los precios de los productos financieros era que a menudo alcanzaban su punto más bajo mientras que, a la inversa, cuando los altos hornos en funcionamiento sobrepasaban el 60% en la curva ascendente que se utilizaba para eso, solían alcanzar su punto más alto.⁴⁷³ Otra teoría del coronel Ayres era que el punto más alto del precio de los bonos se alcanza hacia los catorce meses posteriores al punto más bajo en la producción de lingotes de hierro y que el valor más alto de las acciones se alcanza aproximadamente a los dos años posteriores con respecto al punto más bajo de producción de lingotes de hierro.⁴⁷⁴

Este método simple es representativo de todos los sistemas de predicción mecánica en cuanto (1) en base a un razonamiento a priori suena vagamente *plausible* y (2) resulta convincente porque ha «funcionado» numerosas veces en el pasado. La fragilidad inherente a todos estos sistemas radica en el elemento tiempo. Es fácil y seguro predecir, por ejemplo, que un período de tasas de interés elevadas llevará a un pronunciado descenso del mercado. La pregunta es: «¿Cuánto tardará?» No hay forma científica de contestar a eso. Muchos de los servicios de predicciones financieras están, por lo tanto, dirigidos a ser una suerte de pseudociencia en la cual se da por hecho que ciertas coincidencias sucedidas a lo largo del tiempo (o que han llegado a funcionar laboriosamente a través de un sistema de prueba y error) puede

⁴⁷² Estos índices también pueden ser representados gráficamente en cuadros, en cuyo caso los pronósticos adoptan el aspecto de lectura de gráficos. *Ejemplos:* las líneas A, B, y C del Harvard Economic Service publicados en notas semanales desde el 3 de enero de 1922 al 26 de diciembre de 1931 (desde entonces continuaron hasta 1939 con menor frecuencia en «The Review of Economic Statistics»); también el Index Line del Investment Timing Service ofrecido por el Independence Fund of North America, Inc., en 1939.

⁴⁷³ Véase el «Bulletin of the Cleveland Trust Company», 15 julio, 1924, citado por David F. Jordán, en *Practical Business Forecasting*, p. 203n, Nueva York, 1927.

⁴⁷⁴ Véase el «Business Recovery Following Depression», un informe publicado por la Cleveland Trust Company en 1922. Las conclusiones del coronel Ayres se resumen en la página 31 de este informe.

considerarse que volverán a ocurrir de forma similar en el futuro.

De forma general puede decirse que el trabajo de predecir el precio de los productos financieros por referencias mecánicas encuentra las mismas objeciones que las del método de los analistas de gráficos. No son métodos verdaderamente científicos, porque no tienen un razonamiento convincente en el que basarse y porque, además, la predicción científica (es decir, aquella totalmente fiable) es lógicamente imposible en el campo económico.

Desventajas del análisis de mercado comparado con el análisis financiero. Hemos de volver, como consecuencia de ello, a nuestras primeras conclusiones con respecto a que el análisis de mercado es un arte para el cual se necesita un talento especial para poder practicarlo con buenos resultados. El análisis financiero es también un arte, y tampoco producirá rendimientos satisfactorios si el analista no tiene la habilidad ni el conocimiento para ello. Consideramos, sin embargo que el análisis financiero tiene varias ventajas con respecto al análisis de mercado, que le convierten probablemente en una actividad más fructífera para quienes la ejercen con inteligencia y preparación suficiente. En el análisis financiero se pone el énfasis en la protección frente a sucesos adversos. Esta protección se obtiene insistiendo en los márgenes de seguridad o en los valores muy por encima del precio pagado. La idea fundamental es que incluso cuando el producto financiero resulte menos atractivo de lo que aparentaba su compra, esta debería resultar satisfactoria. En el análisis de mercado no hay márgenes de seguridad, se acierta o se falla, y si se falla se pierde dinero.⁴⁷⁵

La regla capital del analista de mercado de que hay que acabar pronto con las pérdidas y de que las ganancias deben ser salvaguardadas (vendiendo cuando comienza una bajada) nos conduce a la comercialización activa. Esto significa que el coste de comprar y vender se convierte en un pesado factor adverso en los resultados totales. Las operaciones basadas en el análisis financiero son, a menudo, una clase de inversión y no implican actividad comercial.

Una tercera desventaja del análisis de mercado es que conlleva esencialmente una guerra de ingenio. Las ganancias obtenidas en la compraventa del mercado a menudo son a costa de otros que intentan

⁴⁷⁵ Al contemplar ambas actividades como posibles profesiones, nos inclinamos a extraer una comparación análoga entre la tribuna y el escenario de un concierto. Un abogado con talento debería obtener lo suficiente para tener una vida respetable; un músico con talento, es decir, «un simple talento», tiene grandes obstáculos para tener una carrera de éxito como concertista. Por eso, tal como lo vemos, un analista financiero competente debería obtener buenos resultados por su trabajo, mientras que un éxito continuo como analista de mercado exige cualidades inusuales o una suerte inusual.

hacer lo mismo. El corredor necesariamente favorecerá las emisiones más activas, y los cambios de precios de estas son el resultado de actividades de numerosos operadores de su misma clase. Al analista de mercado le espera el éxito solo si es más listo o tiene más suerte que su competidor.

El trabajo del analista financiero, por otro lado, es competitivo pero de una manera distinta al de los otros analistas. Lo normal es que la emisión que elige comprar no la venda alguien que ha realizado el mismo análisis minucioso de su valor. Debemos hacer hincapié en que el analista financiero examina una lista de productos financieros más larga que la del analista de mercado. Mediante esa larga lista, selecciona los casos excepcionales en los cuales el precio del mercado se queda bastante corto al reflejar el valor intrínseco, ya sea por negligencia o por poner un énfasis indebido en factores desfavorables que probablemente sean temporales.

El análisis de mercado parece más fácil que el de productos financieros, y sus recompensas pueden ser obtenidas mucho más rápidamente. Por estas mismas razones suelen ser menores a largo plazo. No hay formas fiables de ganar dinero fácil y rápidamente, ni en Wall Street ni en cualquier otro lugar.

Pronósticos basados en perspectivas a corto plazo. Una buena parte del análisis y consejos ofrecidos en el ámbito financiero se basa en las perspectivas de negocio a corto plazo. Se supone que, si el resultado favorece un aumento de ganancias, la emisión debe comprarse, esperando un precio más alto cuando se declaren beneficios mayores. En este razonamiento, ambos tipos de análisis coinciden. La prospección de mercado resulta idéntica a la de la del negocio.

Sin embargo, para nosotros, la teoría de comprar acciones solo en base a su perspectiva inmediata convierte a la selección de productos financieros especulativos en algo demasiado simple. Su punto débil se encuentra en el hecho de que el actual precio de mercado ya tiene en cuenta la opinión general por lo que respecta a las perspectivas de futuro. Y en muchos casos estas perspectivas ya habrán recibido *más* reconocimiento del necesario. Cuando se recomienda una acción porque se espera que los beneficios del próximo ejercicio mejoren se crea un doble riesgo. Primero, la previsión de beneficios para el siguiente ejercicio puede ser incorrecta; segundo, en el caso de que sea correcta, puede haber sido reducida, incluso excesivamente reducida, en el precio corriente.

Si los mercados en general reflejan solo los beneficios del último ejercicio, sería de un valor inestimable que se hiciera una buena valoración de los resultados del próximo ejercicio. Sin embargo, la premisa no es correcta. La tabla 52.1 muestra, por un lado, los beneficios anuales por acción de las acciones ordinarias de la United States Steel Corporation y,

por otro, la escala de precios de esa emisión durante los años de 1902 a 1939. Si excluimos los años del período de 1928 a 1933 (durante los cuales los cambios de la economía fueron tan extremos que indujeron los cambios correspondientes de los precios de las acciones), es difícil establecer cualquier correlación entre las fluctuaciones en los beneficios y la fluctuación en la cotización del mercado.

En la nota 70 del Apéndice reproducimos partes significativas del análisis y algunas recomendaciones concernientes a dos grupos de acciones ordinarias, que fueron realizadas por un importante servicio estadístico y de asesoramiento durante la última parte del año 1933. Las recomendaciones parecen basarse en las perspectivas aparentes de 1934. No existen indicios en este análisis de que se hubiera hecho un esfuerzo por averiguar el valor justo del negocio ni por comparar ese valor con su precio actual. Un exhaustivo análisis estadístico llevaría a la conclusión de que la emisión por la cual se aconsejaba vender estaba vendiéndose por debajo de su valor intrínseco, solo porque la perspectiva inmediata era desfavorable, y que lo contrario ocurría con las acciones ordinarias que recomendaban mantener, debido a su perspectiva favorable.

Somos escépticos con respecto a la habilidad del analista para pronosticar con cierto éxito el comportamiento de los mercados de acciones individuales a corto plazo, ya sea basando su predicción en una posición técnica del mercado o en las perspectivas específicas de empresas particulares. En nuestra opinión, se obtendrán mejores resultados si delimitamos las conclusiones positivas del analista a las siguientes áreas de trabajo:

1. La selección de emisiones prioritarias estándar que cumplen con las pruebas de seguridad.
2. El descubrimiento de emisiones prioritarias que merecen una calificación de inversión pero que también tienen posibilidades de tener una apreciable mejoría en su valor.
3. El descubrimiento de acciones ordinarias o emisiones prioritarias especulativas que aparentemente se venden muy por debajo de su valor intrínseco.
4. La disposición de las discrepancias de precios fijos que existen entre los productos financieros relacionados, cuyas situaciones pueden justificarse efectuando intercambios o iniciando operaciones de arbitraje o de cobertura.

Un resumen de nuestro punto de vista sobre las políticas de inversión

Si desplazamos nuestra atención desde el analista hacia el propietario

de productos financieros, debemos hacer hincapié en las cosas que este debe o no debe hacer. El siguiente resumen muestra una breve clasificación de los distintos tipos de inversores.

A. El inversor de pocos medios. *1. inversión para obtener ingresos.* En este caso, la única inversión sensata para obtener ingresos seguros y constantes en las presentes condiciones son los bonos de ahorro de Estados Unidos. Habrá otras buenas inversiones que sean un poco o algo más rentables, pero carecen de protección frente a pérdidas intermedias o finales. Los bonos ordinarios o las acciones preferentes que ofrecen mayor rentabilidad implican un apreciable factor de riesgo. Los distintos tipos de «planes de ahorro» y productos financieros similares ofrecidos por los vendedores están llenos de peligros ocultos; el inversor que se deje persuadir por sus promesas de generosos ingresos y los prefiera a los bonos del Gobierno, es probable que lamente su decisión.

2. Inversión para obtener beneficios. Hay cuatro opciones abiertas tanto para el pequeño como al gran inversor:

a. La compra de acciones ordinarias cuando el nivel del mercado está claramente bajo según las normas objetivas a largo plazo. Esta política requiere paciencia y coraje y, en absoluto, está exenta de un grave error de cálculo. En períodos largos, creemos que aporta buenos resultados.

b. La compra de emisiones individuales con posibilidades especiales de crecimiento, cuando pueden ser compradas a precios razonables con respecto a su situación actual.

Cuando *en general* se espera crecimiento, el precio es difícilmente razonable. Si la base de la compra es la confianza en un crecimiento futuro que no es de dominio público, la operación puede resultar sólida y rentable, aunque también puede resultar infundada y costosa.

c. La compra de títulos privilegiados preferentes bien asegurados. Una combinación de los adecuados productos financieros con una conversión prometedoras o un derecho similar es un caso raro pero no desconocido. En este campo, aplicar una política de selección cuidadosa debería brindar buenos resultados, siempre que el inversor tenga la paciencia y la persistencia necesarias para descubrir las oportunidades.

d. La compra de productos financieros que se venden muy por debajo de su valor intrínseco. El valor intrínseco toma en cuenta no solo los beneficios pasados y el valor de los activos líquidos sino su rentabilidad futura, estimada de manera conservadora, es decir, los elementos tanto cuantitativos como cualitativos. Consideramos que puesto que, en la actualidad, un gran porcentaje de las emisiones no son populares, debe haber muchos casos en los que el mercado se equivoque tontamente, y así

crea verdaderas oportunidades para quienes son capaces de discriminar unos productos financieros de otros. Estas oportunidades las encontrará en bonos, acciones preferentes y ordinarias.

TABLA 52.1
United States Steel Common, 1901-1939

Ejercicio	Beneficio por acción	Escala del precio de mercado		
		Alto	Bajo	Promedio
1901	9,1 \$	55	24	40
1902	10,7	47	30	39
1903	4,9	40	10	25
1904	1,0	34	8	21
1905	8,5	43	25	34
1906	14,3	50	33	42
1907	15,6	50	22	36
1908	4,1	59	26	48
1909	10,6	95	41	68
1910	12,2	91	61	76
1911	5,9	82	50	66
1912	5,7	81	58	70
1913	11,0	69	50	60
1914	0,3(d)	67	48	58
1915	10,0	90	38	64
1916	48,5	130	80	105
1917	39,2	137	80	109
1918	22,1	117	87	102
1919	10,1	116	88	102
1920	16,6	109	76	93
1921	2,2	87	70	79
1922	2,8	112	82	97
1923	16,4	110	86	98
1924	11,8	121	94	108
1925	12,9	139	112	126
1926	18,0	161	117	139
1927*	12,3	246	155	201
1927†	8,8	176	111	144
1928	12,5	173	132	153
1929	21,2	262	150	206
1930	9,1	199	134	167
1931	1,4(d)	152	36	99
1932	11,1(d)	53	21	37
1933	7,1(d)	68	23	46
1934	5,4(d)	60	29	45
1935	2,8(d)	51	28	40
1936	2,9	80	46	63
1937	8,0	127	49	88
1938	3,8(d)	71	38	55
1939	1,84	83	41	62

* Antes de tener en cuenta un 40% de dividendo.

† Después de tener en cuenta un 40% de dividendo.

Desde nuestro punto de vista, la búsqueda de productos financieros valiosos, como los ya mencionados, no está fuera del alcance del pequeño inversor que desea practicar el análisis financiero sin estar capacitado profesionalmente, aunque sin duda deberá tener una inteligencia mayor con respecto a la media, además de una cierta práctica. Sin embargo, consideramos que el inversor no profesional debería contrastar sus ideas con un analista profesional, como puede ser el estadístico de una firma que pertenezca a la Bolsa de Valores de Nueva York. Seguramente, la modestia no es incompatible con la confianza en sí mismo, y resulta lógico pensar que, salvo que una persona esté calificada para asesorar a otras, esta no debería actuar sin ayuda.

3. *Especulación*. El pequeño inversor tiene la posibilidad de escapar de su papel y convertirse en un especulador. (También tiene el privilegio de arrepentirse después.) Existen distintas maneras de especular con diferentes posibilidades de acierto:

a. Comprar acciones en empresas arriesgadas nuevas o prácticamente nuevas. Este tipo de especulación debemos condenarlo sin vacilar y con énfasis. Las probabilidades en contra de quien compra estas emisiones son tan fuertes que es lo mismo que tirar la mitad del dinero por la ventana y guardar el resto en el banco.

b. Hacer negocios en el mercado. Es una suerte para Wall Street, como institución, que solo una minoría pueda negociar con éxito, y que muchos otros crean que pueden hacerlo. El punto de vista aceptado es que negociar con acciones es como cualquier otra cosa, es decir, que con inteligencia y dedicación, o con la ayuda de un buen asesor profesional, se pueden obtener beneficios. Nuestra opinión es escéptica, aunque tal vez poco objetiva. Consideramos que, al margen de la preparación o el método, el éxito en la negociación es fortuito y temporal o se debe a un talento fuera de lo común. Por ello, la gran mayoría de los que comercian con acciones están condenados al fracaso. No confiamos en que esta conclusión tenga mucho efecto en el público. (Tómese en cuenta nuestra distinción entre comprar acciones a precios objetivamente bajos y venderlas a precios altos, lo que llamamos inversión, y la práctica popular de comprar solo cuando «se espera» que el mercado avance y de vender cuando «se supone» que va a bajar, lo que llamamos especulación.)

c. Comprar «acciones de crecimiento» a precios generosos. Al llamar a esto «especulación» contravenimos las opiniones más autorizadas al respecto. Por las razones anteriormente expresadas, consideramos que este método es muy peligroso, y aún más cuando se populariza, si bien las posibilidades de un éxito individual son mayores que en otras formas de especulación y hay un mejor campo para ejercitar la predicción, el juicio y

la moderación.

B. El inversor particular con grandes recursos. A pesar de que el gran inversor tiene ventajas técnicas obvias con respecto al pequeño inversor, adolece de tres limitaciones especiales:

1. Este no puede solucionar su problema de inversión directa solo comprando bonos del gobierno de Estados Unidos, puesto que la cantidad que cada individuo puede comprar está limitada. Por eso, debe considerar la posibilidad de que le ofrezcan otras inversiones de valor fijo. Consideramos que la aplicación de evaluaciones cuantitativas, además de un cierto buen criterio en el ámbito cualitativo, debería proporcionarle resultados aceptables.

2. Algunos problemas externos, como la inflación, son más serios para el gran inversor que para el pequeño. Desde 1932 existe un argumento, de bastante sentido común, acerca de la conveniencia de mantener *algunas* acciones ordinarias como una medida defensiva. Además, la posesión de bastantes acciones ordinarias se halla vinculada a la actitud tradicional y a la práctica de los individuos adinerados.

3. El volumen de su unidad de la inversión probablemente induzca al inversor con grandes recursos a concentrarse en las emisiones más activas y populares. Por eso, hasta cierto punto, se encuentra limitado a la hora de aplicar la técnica que le permita descubrir productos financieros subestimados. Sin embargo, pensamos que sus preferencias y prejuicios serán unas limitaciones mayores.

c. Inversión por parte de corporaciones empresariales. Somos de la opinión de que los bonos del gobierno de Estados Unidos, que acarrear exenciones en el impuesto sobre sociedades, son prácticamente el único medio razonable para aquellos fondos de empresas que deban ser bien invertidos por un plazo determinado de años. (Bajo las condiciones de 1940, la inversión a corto plazo conlleva los mismos problemas que la inversión para obtener ingresos.) En general, resulta evidente que otros tipos de inversiones por parte de empresas, ya sea en bonos o en acciones, pueden ofrecer mayor rentabilidad solo bajo el riesgo de pérdidas y críticas.

d. Inversión institucional. No pretendemos recomendar políticas de inversión para aquellas instituciones financieras cuyo negocio consiste en conocer la teoría y práctica de las inversiones. Lo mismo puede decirse de las instituciones filantrópicas, ya que suelen contar con el asesoramiento de financieros expertos para configurar sus políticas financieras. Sin embargo, con el fin de no dejar por completo de lado un tema tan difícil, nos aventuraremos a hacer la siguiente observación final: una institución que consigue seguir adelante con las bajas ganancias que le proporcionan

sus emisiones con valor fijo de primer orden debería, en nuestra opinión, restringir sus valores en cartera a este dominio. Dudamos de que el mejor rendimiento que hayan tenido las acciones ordinarias en períodos anteriores pueda, por sí mismo, garantizar las responsabilidades y las periódicas incertidumbres que comporta un programa de inversión en acciones. Esta conclusión quizá se pueda modificar si hay unanimidad de criterio en que las acciones deben protegerse de la inflación o si la insuficiencia de los ingresos obliga a buscar un mayor rendimiento. En tal caso, los responsables deberían asegurarse de separar una parte de los fondos de la institución para administrar en otras áreas diferentes de los valores fijos, de acuerdo con los cánones establecidos por la práctica y técnica del análisis financiero.⁴⁷⁶

¹ La Universidad de Yale sigue la política de invertir parte de sus fondos en «acciones», en concreto acciones ordinarias y emisiones preferentes. Los porcentajes vanan de acuerdo a una fórmula fija, que es más o menos así: la proporción inicial es el 30% del fondo total. Cuando un alza del mercado lleva a esta cantidad al 40%, un octavo de cada participación en acciones pueden cambiarse a bonos. Por el contrario, cuando cualquier descenso del mercado reduce la proporción al 15%, los bonos se venden y se compra una tercera parte adicional de cada acción. Véase la presentación de Laurence G. Tighe, tesorero asociado de la Universidad de Yale, titulada «Present Day Investment Problems of Endowed Institutions», que ofreció el 14 de febrero de 1940 ante la Trust División de la American Bankers Association. Ha sido resumida en el *New York Sun* de 20 de febrero de 1940.

Octava parte

Inversión de valores global

**Introducción a la octava parte,
por Thomas A. Russo**

Trotando por el mundo con Graham y Dodd

Tengo el honor de poder introducir la parte de *Security Analysis* que nunca llegó a escribirse, la que tiene que ver con la inversión mundial. Esta no fue una omisión grave por parte de los autores. Después de todo, más allá de Gran Bretaña y algunos países europeos, los mercados de valores mundiales aún no se habían desarrollado demasiado cuando se publicó la segunda edición en 1940.

La primera vez que oí hablar de la inversión de valor mundial fue en boca del profesor Jack McDonald de Stanford Business School a principios de la década de los años ochenta. McDonald nos obsequiaba con «historias de guerra» sobre sus propias experiencias invirtiendo en el extranjero. Incluso en una época tan reciente como son los años ochenta, la inversión en el extranjero era difícil. A causa de la normativa estadounidense, los mercados extranjeros no tenían liquidez y los costes de las operaciones eran elevados. Las prácticas contables eran algo desconocido, por no decir más, y la información era menos transparente que en Estados Unidos.

Y eso no era todo. Tengamos en cuenta los desafíos que le planteaban al aspirante a inversor el gobierno corporativo local y las prácticas de gestión; las restricciones sobre los movimientos de capital; las variaciones en el régimen tributario; las diferencias en el idioma, la cultura y la estabilidad política; las horas inusuales a las que se ejecutan las operaciones comerciales; la complejidad de las transacciones de divisas; los riesgos de divisas y la logística implicada en la gestión de la custodia de valores extranjeros. ¿Para qué molestarse?

Por extraño que parezca, fue Warren Buffett, de Omaha, Nebraska, quien me abrió un camino en este campo de minas. Profesor universitario invitado en la clase del profesor McDonald, Buffett no era, y todavía no lo es, un especialista en inversión mundial. Buffett, un estudiante de Graham y Dodd en Columbia en los años cincuenta, había pasado, a principios de los años ochenta, de ser un simple inversor de balance de situación a un inversor que estaba buscando empresas con franquicias comerciales

excepcionales que estuvieran dirigidas por directivos honrados, capaces y vinculados a los accionistas. Dichas empresas son poco comunes, así que, ¿por qué limitarse únicamente a Estados Unidos?

Debido a que casi siempre las grandes oportunidades son escasas —Buffett sostiene que uno puede considerarse afortunado si tienes veinte grandes ideas en toda tu vida de inversiones—, una búsqueda limitada podría dar como resultado una diversificación que no sea la óptima. Los inversores pueden —y desde luego deben— «compensar» la escasa serie de oportunidades con una búsqueda amplia. Una comprensión profunda y cada vez mayor de sectores específicos permite que el inversor pueda evaluar tanto las oportunidades nacionales como las extranjeras dentro de un círculo de competencia. Puede haber variaciones locales por lo que respecta a gustos y leyes, pero el aspecto económico fundamental de producir, comercializar y distribuir la mayoría de los bienes y servicios trasciende los límites nacionales.

Un planteamiento como el de Buffett sobre el aspecto económico subyacente de los negocios contribuirá a que un inversor pueda sobrellevar las diferencias nacionales en las prácticas de información y contabilidad. La contabilidad local se puede analizar en el contexto de los resultados de empresas con una situación parecida en otros países. Por ejemplo, si los rendimientos supuestos de una empresa de cerveza alemana parece que se alejan de los de los fabricantes de cerveza franceses, británicos e italianos, existe una posibilidad de que se hayan interpretado mal los matices de los estados financieros y de que sea necesario un análisis adicional de esas cifras. Desde luego, las discrepancias también podrían ser debidas al entorno reglamentario local o a las preferencias divergentes de los consumidores. Cuando los resultados de una filial importante no pueden identificarse por completo en la cuenta de resultados, las cifras pueden comprenderse mejor si se analizan negocios similares en otros países. Por ejemplo, la rentabilidad de las empresas cerveceras depende fundamentalmente de las redes locales de distribución y de la cuota de mercado local. Una filial de una fábrica de cervezas con una cuota pequeña en un mercado alejado es muy probable que no represente un valor significativo. Por último, el hecho de centrarse en operaciones comerciales subyacentes lleva al inversor a desarrollar una red mundial de contactos del sector que puede contribuir a llenar los huecos en los informes financieros.

Graham y Dodd —y Buffett— muestran su preocupación, con razón, por la tendencia de algunos directivos de aferrarse con fuerza al activo social, de retener los dividendos y de realizar adquisiciones cuyo único propósito parece ser el de incrementar el prestigio y los sueldos de los directivos. Esa es la razón por la que Buffett busca directores que hagan

hincapié en la mejora y protección a largo plazo de sus franquicias comerciales y que estén preocupados fundamentalmente por la eficacia de) proceso de asignación de capital de una empresa. Cuando se invierte en empresas extranjeras, necesitas el tipo de directores a los que Buffett aspira porque las reglas de gobierno corporativo y las prácticas de gestión son generalmente menos receptivas a los intereses de los accionistas que lo que lo son en Estados Unidos. Si la dirección no lo consigue, no se puede contar con que tus compañeros accionistas vayan a lograrlo.

Del mismo modo, aunque las diferencias en el idioma y la cultura dificultan los juicios basados en el contacto directo con los directores extranjeros, está disponible el registro de la gestión a largo plazo. Se pueden juzgar las decisiones pasadas, basándonos en nuestros conocimientos de las buenas prácticas del sector. Es más, tal y como Buffett ha apuntado con frecuencia, los negocios sencillos con franquicias fuertes los puede dirigir cualquier idiota. A falta de un registro de seguimiento, las diferencias en el idioma y la cultura dificultan el poder identificar, por ejemplo, las grandes estrellas francesas, checas o tailandesas de las más pequeñas. De modo que el enfoque de «negocio sencillo, franquicia fuerte» de Buffett ofrece una medida adicional de protección cuando se invierte en el extranjero.

La inversión mundial en la práctica

Desde que emprendí mi propio curso de inversiones en el extranjero hace más de veinte años, me he tropezado con desafíos relacionados con las fluctuaciones de divisas, las prácticas contables, la información corporativa, las operaciones comerciales, y la ejecución así como con una serie de barreras administrativas. Pese a que se ha puesto término a cada uno de estos desafíos a lo largo de los años —a medida que los mercados no estadounidenses se han orientado algo más hacia los inversores mundiales—, estos continúan siendo obstáculos para muchos inversores que pretenden serlo a nivel mundial.

Riesgo de divisas

A menudo, futuros inversores me han preguntado acerca de cómo planeaba protegerme contra el riesgo de las fluctuaciones desfavorables de las divisas extranjeras. Mientras que algunos inversores americanos prefieren cubrir todos los riesgos de las divisas extranjeras convirtiéndolas a dólares estadounidenses, yo creo que el diversificar la tenencia de divisas satisface mejor los intereses de los inversores. Puesto que los americanos están expuestos a múltiples divisas a través de los bienes y

servicios que adquieren, parece lógico correr algo de riesgo por la exposición a divisas extranjeras.

Sin embargo, conseguir ese riesgo no ha sido sencillo. Antes de la llegada del euro en 1992, invertir en empresas europeas exigía la conversión, por ejemplo, a una gran cantidad de divisas. El hecho de gestionar las posiciones de múltiples divisas resulta pesado y torpe, y algunas veces comporta elevados costes de transacción. Esa es la razón por la que yo renuncié a Figaro, la filial de productos de confitería de Philip Morris con sede en Eslovaquia. Mantener el riesgo de la divisa eslovaca era demasiado costoso.

Otro factor es que, incluso si una persona estuviera inclinada a protegerse, sería sorprendentemente complicado calcular una cobertura adecuada para esa protección. La mayoría de empresas operan en múltiples países que tienen diferentes divisas. Por ejemplo, a los inversores que intentan cubrirse contra el riesgo del franco suizo de Nestlé (sus acciones se cotizan en Bolsa en Suiza) les costará averiguar contra qué divisa deben cubrirse, ya que menos del 5% de los ingresos de Nestlé son en francos suizos.

En algunas ocasiones, además, las oportunidades de inversión más convincentes surgen cuando las divisas se están tambaleando y, por consiguiente, son costosas de cubrir. Por ejemplo, a principios de la década de los años noventa, invertí en el mercado de valores noruego después de que los precios hubieran caído en picado como resultado de una crisis del sector del transporte marítimo a causa de la guerra del Golfo. Las divisas escandinavas estaban entonces bajo tal presión que una cobertura —a la que se había puesto un precio para agregar deterioros adicionales de la divisa— sería prohibitivamente cara. Se podría decir que no solo las acciones de Noruega estaban subvaloradas sino que también lo estaba su divisa. Lo mismo que haría que las acciones noruegas subieran —el final de la guerra del Golfo— también sería alcista para la divisa.

Normas contables

Cuando comencé a invertir en el extranjero, los inversores estadounidenses preguntaban: «¿Te puedes fiar de la contabilidad de una empresa extranjera?» Y en aquel entonces mi respuesta era: «¿En comparación con qué?» Si bien existen muchos defectos en las normas contables extranjeras, en algunos casos son, de hecho, más conservadoras que las reglas contables de Estados Unidos. Mientras tanto, nuestras preciadas normas no han impedido debacles contables como los fraudes de Enron y WorldCom.

No obstante, las primeras normas contables en los mercados extranjeros sí que hicieron que la inversión en el extranjero resultara difícil. Un área de dificultad implicaba filiales sin consolidar. A menudo, no se encontraba ninguna referencia a dichas filiales parcialmente adquiridas, ni en la cuenta de resultados ni en el balance de situación, si bien representaban una parte considerable del valor intrínseco de una empresa. Las diversas reglas para tratar el fondo de comercio, la amortización y la depreciación hicieron que las comparaciones por asociación subjetiva fueran difíciles para las empresas con sede en países diferentes.

Por ejemplo, cuando comencé a invertir en la fábrica de cervezas holandesa Heineken a finales de la década de los años ochenta, la empresa parecía menos rentable que su competencia en Estados Unidos. Sin embargo, Heineken registraba lo que eran unos cargos por depreciación realmente excesivos debido a que utilizaba la contabilidad por coste de sustitución. Una vez que se ajustó en virtud de los Principios Contables Generalmente Aceptados (PCGA), la rentabilidad de la fábrica de cerveza salió a relucir. Ese fue un ajuste sencillo y posible gracias a una buena información financiera en los informes de Heineken.

A menudo, sin embargo, las empresas extranjeras no proporcionan suficientes informaciones a nivel de sector o, pero aún, no informan de las filiales sin consolidar, lo que provoca que estos ajustes sean mucho más especulativos. En tales casos, los inversores deben insistir en un margen mayor de seguridad para protegerse contra los riesgos que surgen de una información incompleta. Afortunadamente, las normas contables a nivel mundial han mejorado a lo largo de los años hasta exigir una información más exhaustiva de los resultados por sector del negocio y más información sobre las filiales sin consolidar.

Información no disponible

En algunos países, la información sobre las empresas que cotizan en Bolsa no suele estar disponible, y lo que lo está es de calidad inferior. Algunos estados financieros no se traducen al inglés, especialmente en mercados relativamente pequeños como Nomega y la República Checa. Con frecuencia he contratado a traductores para que me dijeran lo que había en dichos informes. Con la llegada de Bloomberg y otros suministradores de datos, cada vez hay más información disponible y en inglés. No obstante, las nuevas publicaciones a menudo están solamente en el idioma local.

A los inversores estadounidenses también les resulta difícil organizar reuniones con los directivos. Recuerdo mi primera visita a Heineken a

finales de la década de los años ochenta. Cuando me presentaron al vicepresidente, este me preguntó «¿Qué está usted haciendo aquí?» de una manera que demostraba que lo decía en serio. En efecto, lo más probable es que no hubiera visto nunca antes a un inversor americano y no podía imaginarse por qué podía tener interés en la empresa. Del mismo modo, cuando comencé a invertir en el fabricante de cereales de desayuno Weetabix, con sede en el Reino Unido, solo puede reunirme con alguien de la dirección una vez.

Weetabix y Heineken estaban cada una de ellas controladas por sus familias fundadoras, y un inversor muy poco podía hacer por captar la atención de la dirección. Sin embargo, una lectura meticulosa de los informes de cada empresa mostraba que ambas eran negocios dirigidos con cuidado y próximos a los accionistas.

Puedo vivir con directivos que rehuyen a los inversores, pero necesito un margen de seguridad mayor a la hora de hacer tales inversiones. Aun así, hay límites. Recuerdo cuando visité Corea del Sur a finales de la década de los años noventa después de la caída en picado de la divisa asiática. Al reunirme con los directivos sénior de uno de los fabricantes de golosinas más importantes de país, Lotte Confectionery, pregunté a los directivos acerca de las perspectivas del *cash flow* del año siguiente. El intérprete y los directivos hablaron durante cerca de treinta minutos, tras lo que obtuve una respuesta de una sola palabra: «Mejores.» A falta de cualquier comprensión acerca de la deliberación que había llevado a esa parca respuesta, me fui de aquella empresa que, por lo demás, era prometedora.

¿Quién tiene custodia?

Cuando comencé a invertir en el extranjero, pocas empresas extranjeras cotizaban sus acciones en la Bolsa de Estados Unidos en la forma de los ahora comunes Recibos de Depósito Americano (ADRs). Eso significa que muchos fiduciarios americanos eran, de hecho, incapaces de invertir en el extranjero debido a que ellos necesitan tener una custodia nacional de las acciones. Si bien invierto tanto en ADRs como en acciones nacionales, algunos de mis clientes solamente pueden poseer ADRs. Peor aún: algunos países poseen restricciones que realmente inmovilizan a los inversores extranjeros.

Esto fue lo que sucedió a mediados de la década de los años ochenta cuando a mis inversores —que poseían acciones de James Burroughs PLC (fabricante de la Ginebra Beefeater)— se les prohibió por ley aceptar una oferta de intercambio de acciones por parte de Whitbread. En su lugar, podían aceptar solamente efectivo. Como tal, se les denegó la posibilidad

de participar en adquisiciones posteriores de Whitbread por Allied Domecq y de Allied Domecq por Pemod Ricard. En vez de ello, se vieron forzados a pagar impuestos sobre una ganancia producida a regañadientes. De modo similar, tengo dificultades para invertir en algunos mercados en vías de desarrollo (por ejemplo, la India y China) debido a las regulaciones de los mercados de valores locales que restringen las inversiones extranjeras.

Los inversores con sede en Estados Unidos también se han visto limitados a propósito del tipo de negocios en los que pueden invertir. Por ejemplo, cuando invertí por primera vez en Nestlé a mediados de la década de los años ochenta, como inversor no suizo que era, no podía comprar acciones reales, solamente «certificados de participación». Lo mismo sucedió en Weetabix y De Telegraaf, la empresa de comunicación con sede en Holanda. Puesto que el titular de un certificado tendría menos derechos que un accionista, bajé el precio que pagaría por mantener un margen suficiente de seguridad en este tipo de situaciones.

El hecho de completar las operaciones extranjeras así como de mantener los valores extranjeros sigue siendo un desafío hoy en día, incluso con la oleada de fondos fluyendo a mercados exteriores. Las comisiones continúan estando fijadas a niveles elevados en la mayoría de ellos, y muchos de esos mercados cobran tasas e impuestos sobre las comisiones. Por último, numerosos custodios con sede en Estados Unidos cobran tasas adicionales por liquidar operaciones extranjeras; también intentan sacar más provecho de las transacciones de divisas. Normalmente se retrasa el cobro de dividendos extranjeros y este está sujeto a altas comisiones por convertir los dividendos en dólares. Además, los inversores exentos de impuestos, como por ejemplo los que invierten en fondos de pensiones y donaciones, les cuesta muchísimo recuperar los impuestos sobre dividendos extranjeros que las autoridades locales les retienen. Los inversores sujetos a imposición pueden resolver esta cuestión reclamando una deducción en sus impuestos estadounidenses por los impuestos extranjeros abonados. Para finalizar, es difícil elegir apoderados para los valores extranjeros, ya que los custodios a menudo reciben con retraso las notificaciones sobre las acciones corporativas o bien no las reciben de sus subcustodios extranjeros.

A pesar de la serie de dificultades técnicas y administrativas que siguen vigentes incluso hoy en día, las preocupaciones referentes al gobierno corporativo y la regulación de los valores se han exagerado. Las protecciones internacionales de gobierno corporativo para los inversores, especialmente en Europa, se parecen cada vez más a las de Estados Unidos. Las presidencias no ejecutivas de los consejos de administración existen en la práctica en muchos países, una tendencia que está ganando

fuerza en Estados Unidos. Además, aunque los mercados europeos carecen de los nuevos mandatos para la conducta corporativa del consejo de administración como, por ejemplo, los promulgados recientemente en Estados Unidos en virtud de la Ley Sarbanes- Oxley, la realidad es que sus sistemas de gobierno corporativo basados en principios proporcionan tanta protección como la estructura basada en normas de nuestro país.

«Tener la razón una vez»: Weetabix

Yo siempre me acerco a la inversión teniendo siempre en cuenta lo que una vez describió Warren Buffett como «tener la razón una vez». Encuentra negocios que vendan a unos precios razonables con unas marcas superiores que posean una amplia ventaja competitiva, unas estructuras del capital social conservadoras y un equipo de dirección con mentalidad de propietarios que haya demostrado una historia de respeto hacia los intereses de los accionistas. Deja que esta dirección con mentalidad de propietarios reinvierta la abundante reserva de fondos disponibles que generan sus marcas. El valor intrínseco de cada negocio debería aumentar a lo largo del tiempo, siendo lo ideal a un nivel lo suficientemente alto como para otorgar unos rendimientos atractivos para los inversores por mucho tiempo en el futuro. Un ejemplo de una empresa así es Weetabix.

Supe de Weetabix hace aproximadamente veinte años, a través de mi mujer, quien, como todo el mundo que haya pasado su infancia en Inglaterra, se mantiene extraordinariamente leal a sus cereales de desayuno epónimos, que son similares a los cereales Shredded Wheat de Nabisco. A mí no me gustan. Sin embargo, a través de una investigación de mercado sobre el sector de los cereales de desayuno y a través de conversaciones con los competidores a nivel mundial de Weetabix, descubrí que Weetabix no solo tiene unos consumidores profundamente leales a la marca sino que también posee una cuota importante del mercado de los cereales de desayuno en el Reino Unido. ¿Podía invertir en esta empresa? Me impresionó el resumen de finanzas que vi en un manual de la empresa; sin embargo, no sabía cómo obtener información más detallada.

Lo que descubrí fue que a lo largo de los cinco años anteriores a mi inversión, los ingresos de Weetabix habían crecido más del 60%. Y lo que es más importante, los ingresos de explotación habían pasado de una pérdida de 2,2 peniques por acción en 1982 a un beneficio de 38,6 peniques por acción en 1986. No obstante, el margen de explotación de Weetabix, justo por debajo del 10%, era aún pequeño según las normas del sector. Esto sugería un posible crecimiento adicional de los márgenes.

Además, el balance de situación de Weetabix era conservador, con saldos de caja de 7.000.000 de libras, que ascendía a más del 10% de su capitalización bursátil. Y lo que es más, las acciones se vendieron a una relación precio/beneficio razonable de 7, y a un rendimiento de la reserva de fondos disponibles del 14%. A fin de cuentas, Weetabix tenía un producto de marca sólida en su mercado nacional. Es más, los resultados de la empresa estaban mejorando bajo la dirección de sir Richard George, heredero de la familia que controlaba Weetabix.

Mi primera inversión en Weetabix muestra lo difícil que puede resultar invertir en el extranjero. Ante todo» pocas veces se comerciaba con las acciones con derecho a voto de Weetabix, si es que se hacía alguna vez. Los certificados sin derecho a voto, que tenían mis clientes, se comerciaban en un mercado llamado OFEX, que no era uno de los mercados principales (las acciones de Weetabix, por supuesto, se comerciaban por nombramiento). Los márgenes entre los precios de oferta y demanda eran enormes. Además de los amplios márgenes, los costes de transacción eran elevados. Dos corredores de Bolsa se repartían el comercio con las acciones de Weetabix, así que no había realmente ninguna manera de poder comparar en busca de un precio mejor. A pesar de estos obstáculos, los valores eran tal ganga que me convertí en un importante comprador de acciones. Sin embargo, existían otras contrariedades: durante aproximadamente una década, tuve enormes dificultades para formalizar la liquidación de las acciones que había comprado, y cobrar los dividendos era espantoso.

Otra razón por la que Weetabix entonces era tan barato era la tendencia de los inversores a estar en contra de las empresas controladas por familias. Los inversores a menudo temen que a los miembros de una familia que controlan una empresa que cotiza en Bolsa puede resultarles indiferente el precio de las acciones o que incluso pueden llegar a desviar activos para su beneficio personal. Curiosamente, prefiero invertir en entidades controladas por familias. Siempre y cuando pongas tus intereses en un clan honrado, el control familiar puede, de hecho, conducir a decisiones a largo plazo mejores, y no peores, que beneficien a los accionistas y no a la dirección. Después de todo, una familia que controla una empresa es libre de tomar decisiones a largo plazo sin preocuparse de lo que los demás piensen.

Por último, la dirección de Weetabix era inusualmente poco comunicativa con los inversores. No había comidas elegantes en doradas oficinas de corredores de Bolsa de Londres. Había pocas publicaciones de noticias corporativas aparte de los resultados obligatorios de mitad del ejercicio y del ejercicio completo. No había oportunidades de reunirse con la dirección. En efecto, la carta del presidente a los accionistas en el

informe anual constituía el grueso de la información que recibían los inversores. Pese a mis numerosos esfuerzos, pasaron varios años hasta que conocí al consejero delegado, a pesar de que mis clientes, por aquel entonces, poseían casi el 16% de las acciones en circulación.

Mientras que dicha inaccesibilidad disuadía a muchos inversores, yo agradecía la práctica de la dirección de centrarse en las perspectivas de explotación de la empresa y dejar que los resultados hablaran por ellos mismos. Como a lo largo de los años no observé ninguna evidencia de autocontratación, me sentía cómodo con el éxito de la dirección a la hora de aumentar el valor de los accionistas. Y lo mejor de todo: la misma dificultad que desencadenó que los valores estuvieran subvalorados cuando tuve conocimiento de ellos provocó que estos siguieran estando subvalorados a lo largo del tiempo. Yo estaba encantado con la posibilidad de continuar aumentando los valores a precios de mercado por debajo del valor intrínseco. Cuando las acciones de Weetabix fueron adquiridas en 2003, mi inversión original se había multiplicado por 10.

Resumiendo

En definitiva, los principios de Graham y Dodd —y también de Buffett—son igualmente válidos tanto para los mercados internacionales como para el mercado estadounidense. Desde luego, debido a que muchos inversores están recorriendo los mercados estadounidenses en busca de gangas, algunos mercados extranjeros siguen siendo bastante menos rentables, dominados por tendencias a corto plazo, rumores, y reacciones exageradas ante las novedades. ¿Qué podría ser mejor para los inversores de valor?

Apéndice

Nota 1 (Introducción a la segunda edición)

Laboratorios Abbott

Ejercicio	Precio de la acción ¹		Beneficio por acción ¹	Pagado por acción ¹
	Alto	Bajo		
1929	12	9	1,17 \$	0,36 \$
1930	11	9	0,80	0,57
1931	9	6	0,67	0,60
1932	8	4	0,50	0,54
1933	10	5	0,90	0,48
1934	14	10	1,48	0,56
1935	40	19	1,77	0,95
1936	55	31	2,10	1,97
1937	53	34	2,38	2,00
1938	58	34	2,31	1,62
1939	72	53	2,61*	2,05

¹ Cifras ajustadas para reflejar la situación de finales de 1939 dejando un margen de 33 $\frac{1}{3}$ %, 200% y 5% para los beneficios distribuidos por acciones en 1935, 1936 y 1939, respectivamente.

* La media de beneficios sobre el número de acciones en circulación en 1939 fue de aproximadamente 2,90 dólares por acción.

American Home Products Corporation

Ejercicio	Precio de la acción		Beneficio por acción	Pagado por acción
	Máximo	Mínimo		
1929	86	40	5,47 \$	3,55 \$
1930	70	47	5,49	4,20
1931	64	37	5,52	4,20
1932	51	25	3,93	4,20
1933	43	25	2,97	3,25
1934	36	26	3,02	2,40
1935	38	29	2,57	2,40
1936	52	37	3,81	2,50
1937	52	32	3,88	2,60
1938	46	31	3,75	2,40
1939	60	42	5,23	2,65

The Lambert Company

Ejercicio	Precio de la acción		Beneficio por acción	Pagado por acción
	Máximo	Mínimo		
1926	72	40	4,58 \$	1,75 \$
1927	89	66	6,98	6,00
1928	136	80	8,92	6,50
1929	157	80	10,04	7,75
1930	113	71	9,52	8,00
1931	88	40	8,23	8,00
1932	57	25	5,08	7,00
1933	41	19	2,99	4,00
1934	31	22	2,96	3,00
1935	29	21	2,03	2,75
1936	27	16	1,70	2,00
1937	24	10	1,54	2,00
1938	17	9	1,71	1,50
1939	18	14	1,69	1,50

Nota 2 (Capítulo 1)

Las preferentes del 6% de Frisco bajaron al 4½% en 1931 y a 1 dólar por acción en 1932, el año en que el ferrocarril fue intervenido judicialmente por quiebra. La emisión fue eliminada por el plan de reestructuración de la empresa ferroviaria propuesto por el inspector de la ICC (Interstate Commerce Commission).

Los bonos de la Owens-Illinois Glass Co. fueron rescatados al año siguiente (julio de 1933) a 101¼.

Las acciones de Wright Aeronautical subieron a 32% en 1925 y lo hicieron de manera espectacular hasta 299 en 1929, antes de un pago del 100% de dividendos por acciones de ese ejercicio. Las nuevas acciones se colapsaron en 3% (el equivalente a 7% sobre la antigua base de cotización). Se recuperó —de un modo que sugería que había habido cierta manipulación— a 140¾, un precio que se demostró incapaz de recuperar en 1939 a pesar del gran aumento de beneficios generados por los pedidos de la guerra. Una marcada tendencia al alza de los beneficios durante el período de 1935 a 1939, junto con los negocios potenciales y ya firmados de la guerra, pueden explicar que, a finales de 1939, la acción se vendiera a 35 veces el promedio de los beneficios entre 1935-1939.

En los siguientes seis años, los pagarés de I.R.T. recibieron un 7% anual en concepto de intereses explícitos y casi un 1,7% aplicado anualmente contra el principal por intereses implícitos. En 1939, la ciudad de Nueva York pactó la compra de los bienes de I.R.T. con las condición de liquidar el 87½% del principal no pagado a los tenedores de pagarés y el 82½% del principal de los obligacionistas al 5%, pagadero en bonos de la ciudad de Nueva York al 3% (acciones corporativas). Desde nuestro punto de vista, la amplia garantía que respaldaba los pagarés les daba derecho a una compensación a la par. No obstante, en 1933, al comprador del bono de cupón del 7% le hubiera ido mejor que al comprador del cupón del 5% al mismo precio. Dando por hecho que el pago en bonos de la ciudad de Nueva York se hizo a un valor a la par, el total que recibieron los tenedores de pagarés, incluyendo los intereses, sería de unos 1.340 dólares por cada pagaré de 1.000 dólares con respecto a aproximadamente 1.125 dólares por cada bono al 5%.

La Paramount Pictures pagó 12 dólares de dividendos acumulados de la emisión de acciones preferentes primarias de diciembre de 1936. Continuó pagando dividendos de esa emisión regularmente, pero no pagó dividendos de las ordinarias hasta 1939. A principios de 1937, tanto las preferentes primarias como las ordinarias disfrutaron de un alza del precio sustancial, pero más adelante, en ese mismo ejercicio, las preferentes se

vendieron a una prima por encima de las ordinarias, una condición que ha prevalecido, en general, desde entonces.

Nota 3 (Capítulo 1)

«Acciones baratas» frente a «acciones caras»

En 1936 y 1938, nosotros intentamos probar el rendimiento de aquellas acciones que se vendían a un elevado múltiplo sobre los beneficios de ejercicios anteriores y de aquellas que se vendían aun múltiplo bajo sobre estos beneficios. Para ello se realizaron ocho estudios por separado, desde 1924 a 1931, con fecha 1 de marzo en cada ejercicio. Todas las acciones industriales que se cotizaban en la Bolsa de Valores de Nueva York se clasificaron por los ratios del precio del 1 de marzo entre los beneficios de ejercicios previos. (Fueron excluidas las empresas cuyos ejercicios fiscales no terminaban el 31 de diciembre y aquellas que ganaban menos de 1 dólar por acción en los ejercicios anteriores.) Con respecto al resto de empresas, se tomaron los cuartiles superior e inferior para realizar la comparación consiguiente. Sobre el promedio, el cuartil superior vendió originalmente, con respecto a los beneficios, cerca de tres veces más que el cuartil inferior.

Los factores estudiados incluían los cambios posteriores del precio de mercado y el registro de beneficios y de pago de dividendos consiguiente. Queríamos determinar si al comprador de acciones con múltiplo alto («caras») o con múltiplo bajo («baratas») le iría mejor con respecto a (1) los futuros cambios en los precios y en los beneficios por dividendos y (2) y con respecto a los beneficios futuros en función del precio pagado. Después de la fecha inicial seleccionada se hicieron pruebas con fecha 1 de marzo en cada ejercicio.

Por limitaciones de espacio no daremos el detalle de los resultados de nuestro estudio que, en general, no son concluyentes, en cuanto que no indican una ventaja definitiva para uno u otro grupo. Las conclusiones que podemos esbozar favorecen a las acciones que se venden al múltiplo bajo de los beneficios del ejercicio anterior. Aunque más tarde las acciones caras mejoraron sus beneficios y dividendos en comparación con el grupo de las más baratas —que era lo que se esperaba—, dicha mejora no pareció ser lo bastante sustancial (en un período de ocho años) para compensar la prima inicial pagada por estas emisiones. Ni tampoco su mejor proyección se mantenía lo suficiente, en los ejercicios malos y buenos, como para asegurarse de que podrían ser *eventualmente* más económicas que las acciones baratas.

Nuestro agradecimiento al señor Irving Kahn por su ayuda en este estudio.

Nota 4 (Capítulo 5)

Una parte de la historia financiera de la U.S. Express Co. revela cómo la conversión de una inversión de un modelo de acción a un modelo de bono conseguía compradores para los nuevos productos financieros, que eran menos seguros y menos rentables que la emisión de acciones.

En 1918, los únicos activos de la empresa consistían en un edificio en el número 2 de la calle Rector de Nueva York, y diversas propiedades inmobiliarias de escaso valor. La propiedad de estos activos estaba representada por 100.000 acciones que se vendían a 15 dólares cada una. En el siguiente ejercicio» el edificio de la calle Rector se vendió por 3.725.000 dólares, su comprador financió la compra, en parte, con la venta a la par de 3.000.000 dólares de obligaciones de primera hipoteca aseguradas con un derecho de retención sobre el edificio. Después de vender sus otros activos, la U.S. Express Co. pagó a sus accionistas unos dividendos de liquidación de 39,25 dólares por acción.

Hay un contraste significativo entre los méritos de las acciones de la U.S. Express Co. a un precio de 15 y estas obligaciones a la par. A los compradores de las anteriores se les pagó el equivalente a 1.500.000 dólares por la propiedad total del inmueble de la calle Rector, además de los otros activos. Los compradores de este inmueble estaban pagando 3.000.000 de dólares por un *control restringido* solo en la propiedad de la calle Rector. Obviamente, la acción a 15 era un compromiso seguro y más atractivo que los bonos a la par. Al parecer, el público vio la acción como una especulación, y los bonos, que representaban solo parte de la inversión en los activos por detrás de las acciones, como una inversión. Una parte de la explicación de esta anomalía se debía, probablemente, a la mágica influencia del título «bono».

Para mayores detalles de este ejemplo, con referencias a las fuentes, véanse las páginas 617-618 de la edición de 1934 de esta obra.

Una muestra más reciente de este principio la proporciona la historia de Court- Livingston Office Building de Brooklyn. Después de una ejecución de la primera hipoteca original, la titularidad de la propiedad (salvo lo que se refiere a un terreno arrendado) estaba representada por 3.880 acciones. A principios de 1939, la acción se cotizaba a 30 dólares, lo que indicaba un valor total de 116.400 dólares para los activos de la empresa. Por aquel entonces, sin embargo, poseía un efectivo de cerca de 180.000 dólares. En

abril de 1939, la propiedad fue vendida por 250.000 dólares y los accionistas recibieron más adelante cerca de 110 dólares por acción como liquidación de sus intereses. El comprador obtuvo, a través de una caja de ahorros, una hipoteca de 285.000 dólares para cubrir la propiedad total, incluyendo la tierra que anteriormente había arrendado. La obligación de arrendamiento que existía con respecto a una parte del solar hace que este ejemplo no sea tan claro como el caso del edificio de la U.S. Express. Sin embargo, el hecho de que las acciones de Court-Livingston se vendieran por mucho menos que la posesión de efectivo aplicable muestra la extraordinaria subestimación a que da lugar el uso del modelo de acción bajo condiciones en las que el *modelo de bono* es el medio de financiación usual y esperado.

Nota 5 (Capítulo 5)

Los «certificados americanos» representan el 5,6 dólares del valor a la par (a la tasa de cambio corriente) de la Kreuger and Toll Co. Las obligaciones con participación al 5%, pagaderas opcionalmente en 2003, fueron vendidas en el mercado estadounidense a 28,14 dólares cada una. Las siguientes cifras justifican que se clasificara la emisión como acciones ordinarias:

1. La obligación subyacente soportaba un interés del 5% pagadero anualmente y daba derecho a un interés adicional con cupón del 1 % por cada 1 % por el que el beneficio distribuido o declarado sobre las acciones ordinarias del año fiscal excedía el 5%
2. El precio de emisión de los «certificados americanos» era $5\frac{1}{4}$ veces el valor a la par de las obligaciones relacionadas. Con un tipo regular (es decir, sin participación) de interés del 5%, el rendimiento sobre el precio de oferta sería menos del 1%.
3. El propietario dependía de un ingreso razonable como participante en las obligaciones, y esto a su vez se regía por el beneficio distribuido sobre la acción. Solo aproximadamente *una quinta parte* de los beneficios y del valor principal de este producto financiero podía adscribirse a la escritura del bono; las restantes cuatro quintas partes presentaban todas las características variables y contingentes de un contrato de acciones ordinarias. Esta distribución debe plantearse de la siguiente manera:

(Por unidad de 20 coronas)

Partida	Componente de bono	Componente de acción	Total
Principal	5,36	22,78 \$	28,14 \$
Beneficios en 1928	0,27	1,07	1,34

Estos certificados se vendieron a un precio alto de $46\frac{3}{8}$ en 1929 y a $\frac{1}{2}$ céntimos en 1934.

Nota 6 (Capítulo 6)

Hay evidencias contundentes del carácter de inversión de las preferentes de la compañía National Biscuit en el precio histórico y en el registro de dividendos de la emisión. Se habían pagado regularmente dividendos anuales de 7 dólares por acción desde que la compañía fue constituida en 1898. La emisión no se había vendido bajo par (100 dólares) desde 1907. La media anual del precio máximo y mínimo en 1908-1939 fue de 140,6 sobre el que su dividendo anual de 7 dólares había dado un rendimiento del 5%. La media similar durante toda la historia de la emisión en la Bolsa de Valores de Nueva York (1899-1939) es de 132,75 con un rendimiento de 5,27%. Esta media cubre un intervalo de $79\frac{1}{2}$ en 1900 y 175 en 1939. En solo cinco de los cuarenta y un años, desde que la emisión cotizó por primera vez, se había vendido a un precio por debajo de la par.

Nota 7 (Capítulo 6)

Los 25.000.000 de dólares de la primera hipoteca de la Seaboard-All Florida Railway por los bonos de oro al 6%, serie A, con vencimiento el 1 de agosto de 1935, se ofrecieron originalmente en 1925 al $98\frac{1}{2}$ más intereses. Los bonos fueron obligaciones conjuntas y mancomunadas de la Seaboard-All Florida Ry., la Florida Western & Northern R.R. Co. y la East & West Coast Ry. Por otro lado, se aseguraron por una garantía sin condiciones con respecto tanto al capital principal como a los intereses, lo que se hizo mediante un endoso de la Seaboard Air Line Ry. Co., que alquiló sus propiedades de diversas líneas férreas a una renta neta mínima anual igual a los intereses anuales de todos los bonos en circulación cubiertos por la hipoteca.

La cantidad procedente de la colocación de estos bonos se empleó principalmente para cancelar las obligaciones de primera hipoteca en circulación de las vías arrendadas y para construir cerca de 217 millas (350 kilómetros) de un nuevo trazado a través de la costa este y oeste de Florida. De esa manera, los bonos tenían un primer gravamen sobre aproximadamente 475 millas (765 kilómetros) de líneas nuevas y ya establecidas.

El 2 de febrero de 1931, la Seaboard-All Florida Ry. acabó en manos de los síndicos de quiebra después de la intervención judicial de la Seaboard Air Line Ry. Co. por la falta de pago de los intereses vencidos.

Aunque los compradores de estos bonos proporcionaron 24.625.000 dólares para sufragar el coste de adquirir y construir los ferrocarriles de Florida —en diciembre de 1931 sus bonos se vendieron a un precio tan bajo como 1 céntimo por dólar—, el mercado estimó el valor de su inversión en solo 250.000 dólares. Al final de 1939, la valoración había subido a 940.000 dólares, es decir, 3,875 céntimos por dólar.

Nota 8 (Capítulo 6)

En 1933, no se pagaron los intereses de la primera hipoteca con cupón del 4% de la Bush Terminal Co., con vencimiento en 1952, ni de la hipoteca con cupón del 5%, con vencimiento en 1955. Hubo también impagos de títulos negociables. Todos esos impagos se subsanaron durante los procedimientos de saneamiento de la empresa, y las emisiones afloraron sin interrupción. En las páginas 637-638 de la edición de este libro de 1934, se dan diversos ejemplos de este extraño tratamiento a las emisiones impagadas.

Nota 9 (Capítulo 6)

Los intereses y el capital principal de la primera emisión consolidada de la Chicago & Eastern Illinois R.R. Co, con cupón del 6%, y vencimiento el 1 de octubre de 1934, se dejaron de pagar en 1934 y 1935, respectivamente. El plan de saneamiento terminado en 1940 dejó establecido que el pago se hiciera en efectivo a la par y los intereses al 4% en la fecha de pago.

La primera hipoteca con cupón del 6% de Price Bros Co., con vencimiento en 1934, dejó de pagar sus intereses en 1932. En 1937 los accionistas recibieron los intereses devengados y a la par en la fecha de

pago.

Nota 10 (Capítulo 6)

La compañía Missouri, Kansas & Texas Ry. quedó en manos de los síndicos de quiebra en 1915. Anteriormente, el precio máximo al que se habían vendido la primera serie de 1990 con cupón del 4%, era el de 104¼ y aún en 1914 se habían vendido a 91⅞. Antes de las dificultades financieras que condujeron a la compañía a la intervención judicial en 1915, el registro de esta emisión era claramente de un bono de inversión de *rating* alto. Durante los once años que van de 1903 a 1912, el precio mínimo al que se vendió fue de 98½ (en el año del pánico de 1907). Mientras duró la intervención judicial se aplazaron los pagos de los intereses y los bonos se negociaron en el mercado al «nominal». Si bien se evitó un impago técnico, el estatus de emisión de inversión desapareció, el precio mínimo al que se vendieron los bonos durante la intervención judicial, fue el de 52⅞». En 1921, cuando se anunció el plan de saneamiento de la empresa, el precio mínimo al que se vendieron los bonos fue a 56, y no fue hasta 1927 cuando estos recuperaron su prestigio anterior como emisión de inversión vendiéndose por encima de 90, de tal manera que el interés implícito no protegió al tenedor de bonos del declive del mercado durante el período de dificultades financieras.

El mismo tipo de cuadro lo presentaba el registro de la primera serie con cupón del 5% de la Brooklyn Union Elevated R.R., con vencimiento en 1950, descrita en el capítulo 50. Este fue un gravamen subyacente sobre partes esenciales de las líneas de la Brooklyn Rapid Transit Co., que acabó en manos de los síndicos el 31 de diciembre de 1918 y fue reestructurada como Brooklyn-Manhattan Transit Corp. en 1923. La emisión fue clasificada de 1903 a 1917 como una inversión de máxima cualificación crediticia y nunca dejó de venderse durante este periodo por debajo de 90, excepto durante el año del pánico de la Bolsa de 1907 en que cayó a 85, y también en 1917 cuando la intervención judicial fue inminente. Si bien la emisión no fue alterada por la reestructuración, en 1920 se vendió en su nivel más bajo a 55, mientras la intervención todavía estaba en proceso, y no recuperó su situación anterior hasta 1926, tres años después de que finalizara la administración judicial.

La primera hipoteca con cupón del 5% de la Choctaw & Memphis R.R., con vencimiento en 1949, dejó de pagar los intereses el 1 de julio de 1934. En 1938 y 1939 la cotización mínima fue de 21 y 32 respectivamente. Pero el plan de reestructuración de la compañía Chicago, Rock Island & Pacific Ry. para que el resurgimiento fuera

tranquilo dejó un margen suficiente para una pequeña emisión subyacente. (Véase la exposición de esta emisión en la página 827.)

Nota 11 (Capítulos 7 y 21)

Precio de los bonos de las empresas ferroviarias y las de servicios públicos en 1937-1938 con respecto a la cobertura de beneficios en 1936

A. Bonos del ferrocarril:

Los bonos de treinta y siete empresas ferroviarias que cotizaban en la Bolsa de Valores de Nueva York y no se encontraban bajo administración judicial en enero de 1937, fueron clasificados de acuerdo con su rendimiento más de 2½ veces o menos de dos veces en 1936. (Solo Atchison and Bangor & Aroostook rindieron entre 2 y 2½ veces.) Para cada vía férrea se tomaba una emisión activa que representaba el rendimiento medio de los bonos en tres categorías:

Partida	Interés total devengado en 1936	Media por bono de 1.000 dólares		
		Tipo de interés nominal	1937-1938	
			Precio máximo	Precio mínimo
Clase I: 7 vías férreas que pagaban dividendos, interés devengado cerca de 2½ veces	4,68 veces	4,04%	112½	100¾
Clase II: 12 vías férreas que pagaban dividendos, interés devengado menos de dos veces	1,50 veces	4,56%	105¾	64
Clase III: 18 vías férreas sin dividendos, interés devengado menos de dos veces	1,17 veces	4,44%	93¾	29½

Solo una emisión de bonos de Clase I bajó más del 10%. (La serie general con cupón al 4½%, de Chesapeake & Ohio, con vencimiento en 1992, de la que más tarde recuperó casi todas sus pérdidas.)

B. Bonos de empresas de servicios públicos:

Todas las compañías de servicios públicos solventes que cotizaban en

la Bolsa de Valores de Nueva York fueron clasificadas en la medida en que habían cubierto, en 1936, menos de 1½ veces, entre 1½ veces y dos veces, y más de dos veces los gastos fijos. La siguiente tabla de datos muestra el resultado de las empresas en la primera y segunda clase. Cada empresa está representada por una importante emisión de bonos.

Partida	Interés total devengado en 1936	Media por bono de 1.000 dólares		
		Tipo de interés nominal	1937-1938	
			Precio máximo	Precio mínimo
Clase I: 42 empresas que en 1936 ganaban un interés de más del doble	3,67 veces	3,93%	108¼	102¾
Clase II: 11 compañías que en 1936 ganaban un interés inferior a 1½	1,29 veces	5,16%	90⅞	61¼

De las 42 emisiones de Clase I solo 5 bajaron más del 10%. Todas estas recuperaron tres puntos o más de su precio máximo en 1937. De las 11 emisiones de Clase II solo 1 no bajó más del 10%. Esta fue la obligación de Saguenay Power Co., que estaba controlada por Aluminum Ltd. de Canadá y disfruta de ciertas garantías de la Aluminum Co. de America.

Nota 12 (Capítulo 7)

Para mayores detalles relacionados con los siguientes ejemplos véanse las páginas 640-641 de la edición de 1934 de este libro.

1. La empresa Gulf States Steel, que colocó en 1927 una emisión de 5½% de obligaciones al 5½% en 1927 a 98¾ y en 1930 más bonos de la misma emisión, cubrió en 1922-1929 los gastos inmediatamente después de 1929 con un promedio de 4,88 veces. La cobertura mínima durante el periodo fue de 3½ veces en 1926. Sin embargo, la empresa operó con pérdidas antes de intereses en 1930-1932, y los bonos bajaron en 1932 al precio mínimo de 21.
2. La compañía Marión Steam Shovel, que en 1927 colocó una primera serie con cupón del 6%, con vencimiento en 1947, a 99 ½ cubrió los gastos inmediatamente después con un promedio de 4,11 veces en 1922-1929. La cobertura mínima durante ese periodo era de 2,78 veces en 1928. Pero en siete de los siguientes nueve años la empresa

operó con pérdidas antes de intereses y vendió los bonos a 20 céntimos por dólar como precio mínimo.

- McCroy Stores Corp., que colocó en 1926 una emisión de obligaciones con cupón del 5½% a 98, cubrió en la década de 1922-1931 todos sus gastos fijos de 1931 con un promedio de 5,32 veces. Los beneficios se redujeron bruscamente después y la empresa no pudo cubrir sus gastos. En 1933 se hizo una petición de quiebra y los bonos se vendieron tan bajo como 21⅝.

Sin embargo, estas tres emisiones o bien recuperaron todo o la mayor parte de la reducción de su precio en los años siguientes.

Nota 13 (Capítulos 7 y 21)

Precio de los bonos industriales de 1937 a 1938 con respecto a los beneficios sobre un período que finaliza en 1936

Este estudio es similar al descrito en la nota 11 del Apéndice, si bien presenta las siguientes modificaciones: se analizaron todos los bonos industriales que se cotizaban en la Bolsa de Valores de Nueva York en relación a la cobertura del *promedio* de sus beneficios durante el máximo posible de ejercicios hasta 1936 (no más de 10). En el Grupo A se incluyeron todas las empresas (un total de 27) que mostraban una cobertura de más de tres veces los intereses. En el Grupo B se incluyeron treinta y siete empresas que los cubrían menos de 2½ veces.

El promedio de los dos grupos fue el siguiente:

Partida	Cantidad de emisiones	Mediana ¹ de la cobertura de intereses	Tipo de interés nominal	Rango de precios 1937-1938	
				Máximo	Mínimo
Grupo A	27	4,00 veces	4,07%	107½	97½
Grupo B	37	1,45 veces	5,00%	95	70

¹ Se usó la cifra mediana, ya que la media no sería representativa.

Solo ocho emisiones del Grupo A perdieron más del 10% de su precio de mercado máximo, y solo nueve emisiones del Grupo B no sufrieron este porcentaje a la baja. De esos ocho bonos del Grupo A, todos menos dos (la serie con cupón al 5% de Gotham Silk Hosiery y la del 4¼% de Jones & Laughlin) recuperaron después cuatro puntos del precio máximo de 1937. De los nueve bonos del Grupo B que mantuvieron su precio, solo dos (la serie de bonos con cupón del 5½% de Houston Oil y la serie de bonos con

cupón del 4% de Koppers Co.) habían cubierto sus intereses más de tres veces solamente en el ejercicio de 1936.

Nota 14 (Capítulo 7)

Véanse las páginas 641-643 de la edición de 1934 de este libro para mayores detalles sobre los siguientes ejemplos de los colapsos de la capacidad de beneficios anteriores a la depresión:

1. Botany Consolidated Mills, Inc.: la serie primera con cupón del 6½%, vencida en 1934, emitió en 1924. El neto disponible para cubrir gastos derivados de ello, en ese ejercicio y en los siete años precedentes, dio una media cercana de veces dichos gastos, y los bonos se vendieron a precios constantes hasta 1926, año en que la empresa tuvo una pérdida de explotación. Después de eso (salvo una pequeña excepción en 1927), esta tuvo importantes y crecientes pérdidas operativas hasta que le llegó una administración judicial por quiebra en 1932.

En el último ejercicio, los bonos se vendieron a 5 céntimos por dólar. Estos se habían vendido en los años de prosperidad de 1928 y 1929, como mínimo, a 59 y 40 respectivamente.

2. Las series primeras con cupón del 6½% R. Hoe & Co., vencidas en 1934, se emitieron en 1924. La media de los beneficios en los tres ejercicios precedentes fue de 3,2 veces la suma de los intereses sobre los nuevos bonos y otros gastos fijos, sin margen para los beneficios del nuevo capital obtenido con la emisión. Los beneficios disminuyeron en 1924 y continuaron bajando en los siguientes ejercicios, salvo en 1929. No obstante, los bonos continuaron vendiéndose cerca de la par hasta 1928, a pesar de su insuficiente cobertura. Después de eso bajaron hasta 75 en 1929. En 1932 fue intervenida por quiebra y los bonos llegaron a un precio mínimo de 6⅛.
3. Long-Bell Lumber Corp. mostraba durante el período de 1922 a 1933 una bajada casi ininterrumpida de sus beneficios netos. Cuando Long-Bell Lumber Co. (una filial) vendió una primera hipoteca con cupón del 6% en 1926, la cobertura media estaba muy por encima del mínimo requerido en los estados financieros del sector industrial. Pero la media de cobertura para 1926-1929 era solo de 1,37 veces, y después la empresa declaró una serie de operaciones deficitarias y falta de pago sobre los bonos en 1932.
4. En 1927 se ofrecieron a la par obligaciones no garantizadas con

cupón del 6½% de la National Radiator Corp., con vencimiento en 1947. Los beneficios disponibles entre 1922 y 1926 habían alcanzado un promedio de 3,5 veces los gastos de los bonos, sin dejar margen para beneficios adicionales sobre el capital nuevo. En 1927, la cobertura de los gastos fijos era la apropiada, pero las pérdidas de explotación aparecieron en los siguientes tres años y, en 1931, entró en quiebra.

Nota 15 (Capítulo 8)

Para ejemplos anteriores: la serie primera con cupón del 5% de la Mexican Light & Power Co., vencida en 1940, no tenían atrasos de pago en junio de 1933 y estaba vendiéndose a 50, mientras las emisiones de la República de México que se cotizaban en la Bolsa de Valores de Nueva York estaban todas con mora y se vendían entonces entre 4 y 6 céntimos de dólar; las obligaciones sin garantizar con cupón del 5% y vencimiento en 1947, de la Chile Copper Co. se vendían a 67 en junio de 1933, mientras que aquellas con cupón del 6% de la República de Chile estaban atrasadas en el pago desde 1931 y se vendían a un precio que oscilaba entre los 11 y los 12 céntimos por dólar; la serie primera con cupón del de 5% de la Rio de Janeiro Tramway, Light & Power Co., con vencimiento en 1935, estaban a 87 en junio de 1933, mientras que los bonos de la ciudad de Río de Janeiro estaban atrasados desde 1931 y se vendían a 22, habiéndose vendido por debajo de 10 céntimos de dólar a comienzos de ese año; el fondo de amortización convertible de Pirelli Co. de Italia con cupón del 7%, con vencimiento en 1952, se estaba vendiendo por encima de la par en junio de 1933, mientras que el fondo de bonos convertibles con cupón del 7% de Kingdom of Italy External, con vencimiento en 1951, se vendía a 95, sin que ninguna emisión tuviera pagos atrasados.

A finales de 1939 la emisión de la Mexican Light & Power Co. todavía estaba pagando intereses y vendiéndose entre 21 y 25, mientras que las emisiones del Gobierno de México tenían mora y se vendían a ¾ de céntimo por dólar. Obsérvese también que, en septiembre de 1939, Rhine-Westphalia Electric Power Corp. compró a la par, y con intereses, el pequeño saldo del 7% de los pagarés garantizados (en dólares) cuando la Germán Republic External con cupón del 7% se vendía en el mercado de Nueva York a menos del 10% de la par. En noviembre de 1939, Pirelli Co. de Italia requirió el pago a 105 y con intereses de la emisión completa de sus bonos convertibles al 7%, con vencimiento en 1952. Al mismo tiempo, los Kingdom of Italy External con cupón del 7%, con vencimiento en 1951, se vendían a 65.

Nota 16 (Capítulo 8)

Por ejemplo, el cupón de 1 de septiembre de 1932 del 7%, de la serie primera de la Alpine-Montan Steel Corp., con vencimiento en 1955, no se pagó a causa de las restricciones de la compraventa de divisas impuestas por el gobierno austriaco, aunque la corporación poseía los suficientes fondos internos para hacer el pago. El cupón del 1 de agosto de 1932 de las series primeras con cupón del 7% sobre la Rima Steel Corp., con vencimiento en 1955, no se pagó debido a un decreto del gobierno húngaro por el que se suspendían, a partir del 23 de diciembre de 1931, los pagos en el exterior sobre obligaciones financieras húngaras hechos con moneda extranjera. El capital principal del 6% de los pagarés de Deutsche Bank, vencido el 1 de septiembre de 1932, no fue pagado al vencimiento debido a las restricciones de los cambios impuestos por el gobierno alemán. A los tenedores de los pagarés se les ofreció el pago inmediato en marcos, que se quedarían en Alemania, o el pago, con fecha de 1 de septiembre de 1935, en dólares con el abono inmediato de una prima en efectivo del 2% en dólares. A un compromiso similar se llegó con respecto a los pagarés al 5% con vencimiento el 15 de julio de 1932 de la Saxon Public Works, Inc.

Nota 17 (Capítulo 10)

Para una detallada relación sobre las cualidades de la inversión y el registro de obligaciones para la compra de equipos, consultar el libro de Kenneth Duncan, *Equipment Obligations*, cap. VII, Nueva York, 1924. En las páginas 229-239 de este excelente ensayo se puede encontrar un caso histórico de impagos de las obligaciones para la compra de equipos y cómo se trató la cuestión según las reestructuraciones de empresas ferroviarias que se realizaron a partir de 1900. Citaremos brevemente una parte (pp. 199-200) del texto de Duncan, escrito en 1924: «Solo en tres casos ha sido necesario que los tenedores de títulos financieros sobre equipos aceptaran el compromiso de recibir otros productos financieros en lugar de efectivo, en solo dos casos tuvieron que recuperar el equipo y venderlo, y no hubo ningún caso en que dejara de pagarse, ya fuera en efectivo o con otros productos financieros que, más tarde, podrían vender por una cantidad igual al capital principal de las obligaciones con el fin de comprar el equipamiento que no se había pagado.» Véase también A. S. Dewing, *A Study of Corporation Securities*, cap. IX, Nueva York, 1934.

Reproducimos, a continuación, una sinopsis más concisa pero más reciente del tratamiento de las obligaciones para la compra de equipos en las liquidaciones por quiebra de empresas ferroviarias. Esta ha sido extraída de un estudio de Freeman & Co., especialistas en este tipo de obligaciones, que fue publicado el 9 de enero de 1940.

Registro de emisiones de bonos sobre equipos en intervenciones judiciales de empresas ferroviarias desde 1886 hasta la fecha

- 1886—*Denver Rio Grande R.R.* Pagares cambiados, con el consentimiento de los obligacionistas, por bonos hipotecarios y acciones preferentes que más adelante vallan un 40% más que los bonos sobre equipos.
- 1888—*Chesapeake & Ohio.* Equipos no desembolsados—Tasas de interés reducido sobre otros productos financieros.
- 1892—*Central Railroad & Banking Co. of Georgia.* No desembolsados—Totalmente pagado.
- 1892—*Savannah, Americus & Montgomery.* No desembolsados—Totalmente pagado.
- 1892—*Toledo St. Louis & Kansas City R.R.* No desembolsados—Totalmente pagado.
- 1895—*Atchison Topeka & Santa Fe.* El síndico reservó 1.200 bonos hipotecarios para retirar cada 1.000 al vencimiento del equipo.
- 1895—*New York, Lake Erie & Western.* El síndico hace constar lo emitido para pagar equipos.
- 1895—*Union Pacific.* Bonos hipotecarios no desembolsados reservados para pagar equipos al vencimiento.
- 1896—*Philadelphia & Reading.* Equipos pagados en parte por estimación de la base impositiva.
- 1896—*Northern Pacific.* No desembolsados—Pagados regularmente.
- 1899—*Columbus Hocking Valley & Toledo Ry.* Interés pagado puntualmente y el 10% del capital principal prepago regularmente de acuerdo con el nuevo acuerdo.

- 1900—*Kansas City, Pittsburgh & Gulf*. Nuevos bonos de primera hipoteca emitidos para pagar equipos.
- 1905—*Cincinnati, Hamilton & Dayton*. No desembolsados.
- 1905—*Pere Marquette*. No desembolsados—Obligaciones adicionales sobre equipos vendidas durante la administración judicial a un rendimiento del 6%.
- 1908—*Seaboard Air Line*. Los síndicos hacen constar lo vendido para liquidar los equipos que vencían.
- 1908—*Detroit, Toledo & Ironton*. Recuperación total del capital principal menos la deducción de por honorarios legales y gastos.
- 1910—*Buffalo & Susquehanna*. Equipos vendidos, sin pérdidas.
- 1915—*Wabash Railroad*. Opción de efectivo o 6% de obligaciones sobre equipos.
- 1916—*Minneapolis & St. Louis*. Totalmente pagado—No desembolsados.
- 1916—*Missouri Pacific*. Totalmente pagado—No desembolsados.
- 1916—*New Orleans Texas & Mexico*. Totalmente pagado—No desembolsados.
- 1916—*St. Louis-San Francisco*. Totalmente pagado—No desembolsados.
- 1916—*Western Pacific*. Totalmente pagado—No desembolsados.
- 1916—*Wheeling Lake Erie*. Totalmente pagado—No desembolsados.
- 1917—*Wabash Pittsburgh Terminal*. Totalmente pagado—No desembolsados.
- 1918—*Chicago Peoria & St. Louis*. Impago temporal; pago reiniciado en 1919.
- 1920—*Washington Virginia R.R.* La nueva gerencia pagó todos los atrasos.
- 1921—*Missouri Kansas Texas*. Totalmente pagado—No desembolsados.
- 1921—*Atlanta Birmingham & Atlantic*. Acuerdo ofrecido de efectivo.
- 1922—*Chicago & Alton*. Totalmente pagado—No desembolsados.
- 1923—*Minneapolis & St. Louis*. Todavía bajo sindicatura—Se está pagando todo.
- 1927—*Chicago Milwaukee & St. Paul*. Totalmente pagado—No desembolsados.
- 1931—*Wabash Railway*. Después de que determinados vencimientos se ampliaran tres años, se pagaron totalmente los intereses, en 1939 el préstamo de la RFC (siglas en inglés de la Corporación Financiera para la Reconstrucción) suministrado para los retiros por la compra de todos los certificados en circulación que vencían en 1944.
- 1931—*Florida East Coast Railway*. Después de ampliar algunos vencimientos, todos los bonos sobre equipo y los intereses habían sido totalmente pagados a la fecha. A excepción del derecho de arrendamiento anulado de la Serie «D».
- 1931—*Seaboard Air Line Railway*. Todos los bonos sobre equipo cambiados por certificados de depositarios vencidos el 1 de febrero de 1940 y después de eso el 3¹/₂ al vencimiento. Las emisiones recientes de bonos sobre equipo son revisadas regularmente por los síndicos.
- 1931—*Ann Arbor*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1932—*Mobile & Ohio*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1932—*Central of Georgia*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1932—*St. Louis-San Francisco*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1932—*Norfolk Southern*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1932—*Wisconsin Central*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1933—*Missouri Pacific*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1933—*New Orleans Texas & Mexico*. Capital principal e intereses pagados totalmente.

- 1933—*International-Great Northern*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1933—*Akron, Canton & Youngstown*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1933—*Chicago & Eastern Illinois*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1933—*Chicago, Rock Island & Pacific*. Cambio de todos los bonos sobre equipo en circulación antes del 1 de julio de 1937 por pagarés al 3½% garantizados por un fondo de amortización, vencido el 1 de julio de 1947. El fondo de amortización está calculado para cancelar todos los certificados por vencimiento. Los bonos sobre equipo al 3½%, de la Serie R han sido emitidos por los administradores para que se pague totalmente el principal y el interés.
- 1935—*Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific R.R.* Pagos al principal hechos el 2 de marzo de 1935. Con el plan actualmente operativo, los principales que vencen el 1 de abril de 1935 y el 31 de diciembre de 1940, se abonarán a razón de 200 dólares cada año hasta que esté totalmente pagado. Todos los pagos del principal y de intereses sometidos al plan se han pagado a la fecha. Las emisiones recientes de bonos sobre equipos son revisadas regularmente por los administradores.
- 1935—*Chicago & North Western Railway*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1935—*Chicago Great Western Railroad*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1935—*Denver & Río Grande Western R.R.* Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1935—*New York, New Haven & Hartford*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1935—*St. Louis Southwestern Railway*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1935—*Western Pacific Railroad*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1937—*New York, Ontario & Western*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1937—*New York, Susquehanna & Western*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1938—*Erie Railroad*. Capital principal e intereses pagados totalmente.
- 1938—*Rutland Railroad*. Pagos totales del principal el 31 de mayo de 1938. Algunos obligacionistas con vencimientos en 1938 y 1939 aceptaron una ampliación voluntaria hasta el 1 de junio de 1941. Intereses pagados totalmente a la fecha.

Obsérvese que, en alguno de los casos mencionados, el cambio de certificados del síndico o de certificados del administrador dio lugar a una reducción del tipo de pago a los obligacionistas y que el rechazo del arrendamiento de las Series *D* de la Florida East Coast Ry dio lugar a la venta del equipo a un precio que otorgaba a los poseedores de pagarés solo 43 céntimos por dólar de sus obligaciones. El último caso ocupa un lugar sin precedentes en la historia de las obligaciones sobre equipos ferroviarios emitidas bajo un plan de arrendamiento.

Nota 18 (Capítulo 10)

Teniendo en cuenta su registro de inversiones, en 1932 y 1933 las

obligaciones sobre equipos se vendieron con unos rendimientos excesivamente altos, opinión que ya señalamos en la edición de 1934 de esta obra. En la tabla siguiente se indican los rendimientos que se obtenían de esta clase de producto financiero en junio de 1933 y a finales de 1939.

Vías y series	% de base corriente			
	Junio 1933		Diciembre 1939	
	Oferta	Demanda	Oferta	Demanda
Atlantic Coast Line «E»	5,50	4,50	2,00	1,50
Baltimore & Ohio R.R. «D»	6,75	5,50	3,25	2,00
Central of Georgia Ry. «Q»	14,00	9,00	4,50	3,75
Chesapeake & Ohio Ry.«W»	4,50	3,75	2,10	1,50
Chicago & North Western Ry.«U»	12,00	8,00	3,00	
Chicago Great Western R.R.«A»	12,00	9,00	4,46	
Chicago,Milwaukee, St. Paul & Pacific R.R.«L»	14,00	9,00	4,49	
Erie R.R. Co.«NN»	8,75	7,25	2,00	
Illinois Central R.R.«P»	7,00	6,00	2,50	1,75
Long Island R.R. «I»	4,75	4,00	2,50	1,50
Missouri Pacific R.R.«D»	12,50	9,00	5,00	
New York Central R.R.«4 ¹ / ₂ -1929»	6,50	5,50	2,15	1,25
New York,New Haven & Hartford R.R.«4 ¹ / ₂ -1930»	6,50	5,50	3,10	2,50
Northern Pacific Ry.«4 ¹ / ₂ -1925»	6,00	5,00	1,25	0,50
Pere Marquette Ry.«4 ¹ / ₂ -1930»	12,00	9,00	2,45	1,00
Reading Company «4 ¹ / ₂ -1930»	4,65	4,00	2,00	1,50
Southern Pacific Co.«M»	5,50	4,75	2,25	1,60
Southern Ry.«CC»	11,00	8,50	2,10	1,50

Nota 19 (Capítulo 10)

Un informe provisional del Comité de Valores Mobiliarios de la Asociación de Banqueros de Inversión (*Real Estate Securilies Committee of the Investment Bankers Association of America*) (de fecha 12 de mayo de 1931, y publicado en su totalidad el 31 de junio de 1931, páginas 7-10) estimaba que el volumen total de bonos inmobiliarios en circulación era de 10.000.000.000 dólares y se dividía en varias clases:

Clase 1. Préstamos de menos del 75% de la revalorización actual con buen crédito y buenas referencias	2.000.000.000 \$
Clase 2. Préstamos que no han tenido ningún tipo de problema pero que están a cerca del 75% del valor actual del producto financiero y parecen poder resolverse sin renegociación o pérdida	2.000.000.000
Clase 3. Préstamos mayores del 75% del valor actual del título en que es probable una ejecución hipotecaria o una renegociación con pocas pérdidas (pérdidas del 10 al 25%)	2.500.000.000
Clase 4. Partidas que cuando se emitieron originalmente suponían del 80 al 100% de los préstamos. Estos préstamos son ahora partidas al 125 o 150%, con pérdidas del 25 al 60% cuando la ejecución hipotecaria y la venta se han completado	3.000.000.000
Clase 5. En este grupo están las graves equivocaciones. Edificios incompletos, mal concebidos o mal situados, entre los que se incluyen muchos arrendamientos y emisiones de obligaciones de segunda hipoteca. Las pérdidas en esta clase van del 60 al 100% y las partidas a menudo se abandonan completamente	500.000.000
Total	10.000.000.000 \$

En su informe anual, presentado en noviembre de 1931 ante la 20a Convención Anual de la Asociación de Banqueros de Inversión de América, el comité reconsideró las estimaciones anteriores de la siguiente manera: «Es difícil averiguar la cifra exacta de bonos inmobiliarios en circulación debido a la gran cantidad de emisiones pequeñas que no han sido registradas. La Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de Washington estima que, en la actualidad, debe de haber un volumen máximo en circulación de 6.000.000.000 de dólares. Esta cifra es considerablemente más baja que la estimada en nuestro informe de mayo. Sin embargo, consideramos que esta cantidad aproximada de 6.000.000.000 de dólares es correcta. Uno de los mayores problemas que confrontan las inversiones materiales es la liquidación de este volumen de bonos inmobiliarios.

»Debido a la disminución de los valores de los bienes inmuebles urbanos, se estima que aproximadamente el 60% de las emisiones de bonos inmobiliarios en circulación están más o menos en peligro.» (*Proceedings of the Twelfth Annual Convention of the Investment Bankers Association of America, 1931, p. 130*).

El peligro que menciona se refiere a lo que indicaba el presidente del comité en sus notas introductorias cuando se presentó el informe. Decía: «En la actualidad se estima que cerca del 60% de los bonos inmobiliarios que han sido emitidos están más o menos en peligro. Algunos solo tienen problemas leves, ya sea por falta temporal de pagos o por impagos de impuestos; otros se encuentran sometidos a un proceso de reestructuración

o están en ejecución hipotecaria.» (*ibid*, p. 128).

El crecimiento y posterior disminución del volumen de los bonos inmobiliarios que están actualmente en mora, en cuanto a los intereses y a los pagos del capital principal, se muestra en el siguiente compendio⁴⁷⁷ de Dow, Jones & Co., Inc, con fecha 1 de noviembre en todos los ejercicios relacionados. Solamente se incluyen las emisiones vendidas y en manos del público.

1928	36.229.000 \$
1929	59.755.000
1930	137.463.000
1931	327.968.000
1932	739.326.000
1933	995.017.000
1934	647.945.000
1936	408.738.000
1938	223.534.000

Nota 20 (Capítulo 10)

Un ejemplo terrible de este tipo nos lo proporcionan las «Torres Hudson» en el la calle 72 y en la West End Avenue de la ciudad de Nueva York. Este edificio de veintisiete plantas se construyó como hotel, sanatorio y hospital, y ofrecía servicios de restauración a los pacientes y a sus familias. Por ello tenía un tipo de estructura especializada. El terreno costaba, en realidad, 395.000 dólares, y los ingenieros estimaron que la construcción del edificio podría costar 1.300.000 dólares. Con el fin de facilitar la venta de 1.650.000 dólares de las obligaciones de primera hipoteca, se valoraron juntos el terreno y el edificio en 2.600.000 dólares, para que las obligaciones fueran «legales como fondos fiduciarios», según las leyes de Nueva York. Esto ocurrió en 1923. Posteriormente, el edificio pasó entre ventas y reventas por varias manos antes de que estuviera terminado y, en 1927, se vendieron al público los bonos de segunda hipoteca, que ascendían a 1.150.000 dólares.

El proyecto nunca se terminó y, en agosto de 1932, la propiedad fue vendida en juicio hipotecario de la primera hipoteca por 200.000 dólares.

⁴⁷⁷ The Wall Street Journal, 27 dic., 1933, y 15 feb., 1939.

Desde el punto de vista del obligacionista no depositario de primera hipoteca, el resultado se vio cuando la Irving Trust Co., en junio de 1933, anunció que estaba preparada para pagar 8,14 dólares por cada 1.000 dólares de la cantidad principal de los bonos de primera hipoteca no depositados. Por ello, en la liquidación se hizo efectivo menos de 1 céntimo por dólar. Los obligacionistas *depositantes* recibieron solo 3,84 dólares por bono de 1.000 dólares, después de deducir los gastos del comité protector, etc.

Nota 21 (Capítulo 10)

Obsérvese el siguiente comentario hecho por el Comité de Valores Industriales de la Asociación de Banqueros de Inversión de América en su informe de 1928 (*Proceedings of the Investment Bankers Association of America*, 1928, p. 91).

«Se han examinado varias circulares en las que se hacía una oferta de acciones preferentes basándose en un edificio ubicado en una propiedad arrendada. La referencia al hecho de que el canon de arrendamiento fuera un gasto prioritario se escribió en la letra pequeña y de forma poco notoria. Un inversor que le echara una ojeada a la circular fácilmente podría haber llegado a la conclusión de que los dividendos sobre las acciones preferentes eran un primer cargo sobre los beneficios. Por desgracia, los inversores, por norma, no leen atentamente las circulares y el inversor medio apenas ha observado la mención que se hace al cargo por arrendamiento. En nuestra opinión, estas cifras deben publicarse de la misma manera en que se anotan los cobros por intereses de los bonos.»

El argumento es igualmente válido, por supuesto, en el caso de una emisión de bonos que está precedida de los gastos de las propiedades arrendadas.

Un ejemplo destacado de una emisión de arrendamiento que encontró dificultades a causa del alquiler de un terreno es el de Waldorf-Astoria Corp. (Nueva York), con un derecho de arrendamiento de primera hipoteca y una tasa de interés del 7% con vencimiento en 1954.

De la emisión de Waldorf se colocaron entre el público 11.000.000 de dólares en octubre de 1929. El alquiler del terreno comenzó siendo de 300.000 dólares al año, pero en dos años llegó a 600.000 dólares y fue ascendiendo gradualmente hasta alcanzar una cifra de 800.000 dólares al año. Había, además, unos arrendamientos de edificios y un fondo de amortización que era preciso que se trataran como *gastos de explotación*, aunque eran de cantidad fija y determinable. La información de la circular

en la que se hacía la oferta, y que decía que los gastos fijos sobre los primeros arrendamientos al 7% estaban cubiertos 4,5 veces (según una cuenta de resultados estimada), era engañosa, ya que los gastos de alquiler pronto sobrepasaron los intereses de los bonos y se juntaron con los gastos de explotación, de modo que su verdadero carácter y efecto quedaba encubierto. Si el comprador del primer arrendamiento con un tipo de interés del 7% hubiera capitalizado los gastos prioritarios al 6%, habría descubierto que la emisión de 11.000.000 dólares estaba subordinada a cerca de 23.000.000 dólares de derechos de adjudicación.

A principios de 1932, fue preciso negociar con el dueño de la propiedad (una filial de la New York Central R.R.) los pagos del alquiler de los terrenos que estaban en mora. En 1937 se completó un plan de reajuste por medio del cual el propietario hizo ciertas concesiones con respecto al orden y a las cantidades en que se realizarían los pagos de los alquileres de los terrenos en el futuro, y a cambio los obligacionistas accedieron a una modificación de los bonos con escrituras por medio de los cuales sus participaciones se transformaron en acciones ordinarias y bonos de participación que llevaban cargos contingentes. En este caso los bonos bajaron, en 1932, a un precio de $3\frac{1}{4}$.

Una situación muy similar se desarrolló con respecto a la emisión del Hotel Pierre. En este caso, los bonos originales se vendieron en 1932 y 1933 al reducido precio de 1 céntimo por dólar. En 1932, una reestructuración daba a los depositarios del antiguo primer arrendamiento con un interés del $6\frac{1}{4}\%$ una cantidad principal drásticamente reducida de nuevas obligaciones de la 2 East 61 Street Corp. y una pequeña cantidad de acciones. En abril de 1939, la empresa se halló nuevamente en dificultades con sus obligaciones ligadas al alquiler y se declaró en quiebra.

En 1926, el primer arrendamiento con una tasa de interés al $6\frac{1}{2}\%$ de la compañía Tower Building (Chicago) se ofreció al público a un valor a la par. La cantidad era de 1.900.000 dólares. El arrendamiento requirió el pago anual de un alquiler del terreno que comenzó con 190.000 dólares (fue aumentando después). Estos pagos de arrendamiento tan importantes dejaron de pagarse posteriormente; se perdieron los derechos de alquiler y los bonos perdieron todo su valor.

Un desastre similar padecieron los accionistas del primer arrendamiento al $6\frac{1}{2}\%$ de la 170 Broadway Corporation (Nueva York), con vencimiento en 1949.

Nota 22 (Capítulo 11)

Sería interesante que el lector comparara los patrones mínimos cuantitativos que se deben adoptar en la selección de bonos que nosotros aconsejamos con los *Parámetros de calidad de bonos* elaborados en 1939 por la empresa Standard Statistics y el Comité de Bonos en Cartera de la Asociación de Banqueros del Estado de Nueva York. Los ratios que se proponen para las diversas agrupaciones (excepto las municipales) se resumen en las Tablas I y II anexas, que se han extraído, previa autorización, del artículo «*How to Test Your Bonds*» («Cómo probar sus bonos»), de E. Sherman Adams, publicado el 4 dic, 1939, en Barron's.

No disponemos aquí del espacio suficiente para hacer una crítica adecuada de estos ratios. Es obvio que consideramos que casi todos ellos son innecesarios o excesivamente severos, ya que de no ser así habiéramos revisado nuestras propuestas como corresponde. Debemos señalar que los parámetros que se proponen en estas tablas «no se ofrecen como una pauta por debajo de la cual los bancos nunca deben estar», sino que más bien parecen ser algo parecido a «un instrumento adicional de trabajo» y un consejo de perfección. Desde nuestro punto de vista, la multiplicidad de indicadores propuestos los convierte en poco prácticos. Si se aplicaran todos estos tests, el campo de los bonos legales para inversión de bancos se estrecharía de manera insoportable. Si puede renunciar a algunos, el inversor deberá quedarse con los que son más importantes y le permiten la libertad necesaria dentro de unos márgenes de seguridad.

La aplicación actual de estos parámetros en las típicas carteras de bonos de las cajas de ahorro o de las aseguradoras constituiría un ejercicio útil de análisis financiero y arrojaría cierta luz sobre las implicaciones prácticas de los tests sugeridos. La *Standard Corporation Records* recopila ahora estos ratios de las empresas importantes.

TABLA I
Entiéndase como guías útiles no como pautas inflexibles ni test exclusivos

	Protección de beneficios (B)				Protección de activos (A)				
	Veces en que se han cubierto los gastos fijos ¹		Ingresos disp. para F.C. entre el valor a la par de deuda consolidada. Mejor que	Beneficio neto entre ingresos brutos. Mejor que	Coeficiente neto de explotación ⁴	Deuda fija entre activos fijos (C). Menos de	Activos fijos entre ingresos brutos (B). Menos de	Capital circulante entre deuda fija (C). Mejor que	Activos circulantes entre pasivo corriente (C). Mejor que
	Neto ² Mejor que	Antes de amortiz., agot. etc. ³ Mejor que							
Líneas de industria pesada:									
Acero	6	10	24%	7%	84%	35%	100%	150%	400%
Maquinaria	6	8 1/2	24	6	88	50	60	250	400
Líneas de fabricación diversas:									
Accesorios de automóviles	6	9 1/2	24	5	89	50	50	150	350
Suministros de construcción	6	9	24	6	87	30	100	125	400
Productos químicos	5	6 1/2	20	15	73	75	125	100	300
Productos para el hogar	6	9	24	5	90	50	50	150	350
Equipos de oficinas	6	7 1/2	24	10	83	50	100	150	350
Papel (no de periódico)	6	10	24	7	84	35	100	200	400
Industrias de extracción:									
Carbón	6	11	24	8	81	40	100	150	400
Productores de metales no ferrosos	6	10	24	12	74	20	300	100	350
Petróleo	6	11	24	8	79	30	133	150	300
Empresas de productos de alimentación									
Pastelería y productos lácteos	4	6	16	4	91	66 2/3	50	75	200
Diversos productos de alimentación	5	7	20	6	88	50	75	100	200
Situaciones de existencias especiales									
Neumáticos de automóvil*	6	11	24	4	90	50	40	200	

Empaquetadoras de carne*	6	11	24	1	97 1/2	33 1/2	15	200
Fabricantes de metales no ferrosos*	6	11	24	4	90	40	50	200
Minoristas:								
Grandes almacenes*	6	9	24	2 1/2	95	50	25	150
Cadenas de alimentación*	5	7 1/2		1 1/2	97	60 ⁵		250
Situaciones especiales diversas:								
Filmación	6	8	24	8	86	50	80	400
Imprentas y publicaciones*	6	7	24	15	77			
Compañías de alquiler de vehículos y de equipamiento ferroviario	4	6 ⁹	16	9	74	40	200	300
Productos de tabaco	4		16	9	86	75 ⁵		
Servicios públicos:								
Empresas de electricidad y vapor ^{7*}	2 ^{3/4} ⁸		12	19 ⁹		60	500 ¹⁰	
Empresas hidroeléctricas (al por menor) ^{7*}	2 ^{3/4} ⁸		12	25 ⁹		60		
Empresas hidroeléctricas (al por mayor) ^{7*}	3 ⁸		13	25 ⁹		50		
Compañías de agua*	2 ⁸		10	20 ⁹	55	60	700 ¹⁰	
Compañías telefónicas*	3 ⁸		13	15 ⁹		50	350 ¹⁰	
Ferrocarriles*	3 ¹¹	3 1/2 ⁶						

* Los ratios suplementarios para estos grupos se dan en la Tabla II.

1 Basado en los gastos fijos reales declarados en ejercicios anteriores, no sobre los gastos actuales.

2 Después de impuestos.

3 La mayoría de estos ratios guía se basan en los registros y las prácticas de las empresas mejor situadas dentro de los diversos sectores industriales.

4 Ratio de gastos de explotación, sin la amortización, agotamiento e impuestos federales sobre sociedades, entre los ingresos brutos.

5 Deuda fija entre activos fijos netos más existencias.

6 Veces que los gastos fijos se cubrieron antes de depreciación, menos vencimientos sobre bonos de equipos.

7 Para aquellos sistemas en que al menos el 75% de los ingresos procede de la electricidad.

8 Con los resultados del último ejercicio por lo menos tan bueno como la media de seis años.

9 Beneficio neto entre ingresos de explotación.

10 Activo fijo neto entre ingresos de explotación.

11 Con el mínimo de cada ejercicio de no menos de dos veces.

Fuente: las tablas I y II se reproducen de la edición de 4 de diciembre 4, 1939 de Barron's, *The National Financial Weekly*.

(A) La siguiente guía de ratios en relación a la protección de activos se recomienda a todos los grupos industriales (C); efectivo y equivalente entre pasivo circulante, 100% o más. Deuda fija entre el valor de mercado de la capitalización total (tomando bonos a la par, acciones preferentes al precio más bajo a la par o del mercado, y acciones ordinarias en el mercado; precios de final de ejercicio), no por encima del 25%. La guía de ratios (C) debe aplicarse de manera especial a las últimas cifras declaradas por la empresa o también deben tomarse en cuenta las de ejercicios anteriores y a su tendencia. (B) Toda la guía de ratios relacionada con la protección de beneficios debe aplicarse a las medias de las compañías en los últimos seis años. Esto también se aplica al ratio de los bienes netos entre los ingresos brutos.

Tabla II

Otros ratios para grupos particulares⁴⁷⁸

Neumáticos de automóvil, empaquetadoras de carne, fabricantes de metales no ferrosos

Capital circulante neto (excluyendo existencias) entre deuda fija: el 100% o más.

Grandes almacenes

Rotación de almacenes durante un período: ocho veces al año o más.

Cadenas de alimentación

Rotación de almacenes: 12 veces al año o más. Activos corrientes (excepto existencias) entre pasivo circulante: 100% o más. (Este ratio se recomienda para cadenas de alimentación en lugar del ratio de efectivo y equivalentes entre pasivo corriente usado para todos los grupos industriales.)

Imprentas y sector editorial

Deuda fija entre bienes netos más fondo de comercio: 50% o menos (a). El índice de circulación- tendencia (1929 = 100) debe ser tan favorable como el de la media nacional (b).

[(a) Al utilizar las partidas de fondo de comercio, asociación de prensa, circulación, franquicias, patrocinios publicitarios, etc., como un factor de protección de activos para bonos, es esencial determinar la moderación de las cifras indicadas. A modo de una orientación aproximada, un grupo representativo de periódicos evalúa su «fondo de comercio» sobre una base de cerca de 30.000 dólares por 1.000 en circulación, (b) índice de la media nacional: 1929-100; 1930-100,4; 1931-98,2; 1932-92,3; 1933-89,1; 1934-93,0; 1935-96,8; 1936-102,0; 1937-104,8; y 1938- 100,3.]

Servicios públicos

Depreciación y mantenimiento de los ingresos de explotación: 15% para las sociedades operativas de electricidad y vapor, 13% para las sociedades

⁴⁷⁸ Las tablas I y n han sido extraídas de la edición de 4 de diciembre, 1939, *Barrónos, The National Financial Weekly*:

operativas hidroeléctricas, 12% para las compañías de agua, 25% para las compañías telefónicas. Resultados netos de explotación entre bienes netos: cerca del 7% para todos los grupos. Bienes netos entre ingresos de explotación, y gastos de explotación entre ingresos de explotación: en el caso de las sociedades hidroeléctricas, es importante que estos ratios se tengan en cuenta conjuntamente, aunque no puedan aplicarse reglas para todos porque cada caso debe examinarse a la luz de sus problemas sectoriales. Ingresos de explotación por estación telefónica: 50 dólares o más.

Ferrocarriles

Cobertura de gastos fijos por las operaciones de los ferrocarriles, media durante los últimos seis años: dos veces o más. Capital circulante neto (incluyendo bonos del estado con activos corrientes e impuestos devengados con pasivos corrientes) entre gastos fijos: 200% o más. Mantenimiento de vías y estructuras, más mantenimiento de equipo (incluyendo amortización) entre ingresos brutos: 25% o más durante los últimos siete años. Gastos de transporte entre ingresos brutos: tendencia constante o en descenso. Deuda fija entre el valor de mercado de la capitalización total (considerando bonos a la par, acciones preferentes al precio más bajo entre la par y el de mercado, y acciones ordinarias a valor de mercado; precios de final de ejercicio): no más del 50%. (Véase el texto.)

Nota 23 (Capítulo 12)

Por áreas geográficas y por un período de cinco años que abarca de 1926 a 1930, inclusive, y para 1937, los ratios de inversión en mantenimiento del ferrocarril entre ingresos brutos de explotación de las empresas ferroviarias de Clase I son los siguientes:⁴⁷⁹

⁴⁷⁹ *Statistics of Railways in the United States*, Interstate Commerce Commission, Washington.

Región	1926-1930			1937		
	% Mantenimiento de vías	% Mantenimiento equipos	% Total	% Mantenimiento de vías	% Mantenimiento equipos	% Total
Entire United States	13,7	19,5	33,2	11,9	19,9	31,8
New England	15,3	17,8	33,1	13,7	17,6	31,3
Great Lakes	12,5	20,9	33,4	10,7	20,9	31,6
Central Eastern	12,5	20,7	33,2	10,4	21,0	31,4
Pocahontas	13,4	20,0	33,4	10,2	18,3	30,5
Southern	14,5	20,0	34,5	11,6	21,0	31,7
Northwestern	14,5	18,3	32,8	13,8	19,0	32,8
Central Western	14,0	18,1	32,1	13,1	19,5	32,6
Southwestern	15,9	18,0	33,8	14,0	18,3	32,3

Las variaciones entre las diferentes regiones geográficas, tal como se indica en la tabla, son claramente menores que antes de 1920. Las inversiones en mantenimiento de las numerosas empresas ferroviarias cayeron de manera significativa por debajo de lo normal durante 1931 y 1932. Por ejemplo, los ratios de la Illinois Central en 1932 fueron: mantenimiento de vías 8,36%; mantenimiento de equipos 19,48%.

También hubo importantes diferencias entre las ferroviarias de una misma área geográfica, tal como se aprecia a continuación:

Ejercicio y empresa ferroviaria	Mantenimiento de vías, % de bruto	Mantenimiento de equipo, % de bruto	Total % bruto
1926-1930 media de la región de Southwestern	15,85	17,97	33,82
Atchison:			
1929	15,79	18,13	33,92
1932	11,52	23,69	35,21
St. Louis—Southwestern:			
1929	19,97	16,26	36,24
1932	14,65	16,87	31,52
Southern Pacific:			
1929	12,63	17,46	30,09
1932	11,86	18,57	30,43

El siguiente estudio proporciona el contraste de la tendencia del mantenimiento entre varios grupos de empresas ferroviarias según su situación financiera.

Partida	% Total ratio de mantenimiento		
	1928	1934	1938
17 ferroviarias pagaron dividendos en 1938	34,5	32,2	32,0
23 ferroviarias solventes no pagaron dividendos 1938	32,2	30,0	29,8
21 ferroviarias insolventes en 1938	32,6	32,3	33,0
Todas las ferroviarias de Clase I	32,8	30,7	30,7

Esta comparación muestra, en primer lugar, que las empresas ferroviarias que pagaron dividendos tienden a ser más liberales en cuanto al tratamiento de los gastos de mantenimiento que las que no pagan dividendos, intentando permanecer solventes y, en segundo lugar, que las ferroviarias que terminan bajo fideicomiso tienden a incrementar sus ratios de mantenimiento incluso aunque las otras los reduzcan.

Nota 24 (Capítulo 12)

La compañía Chesapeake & Ohio Ry. Co. entre los años 1921-1929 nos muestra un ejemplo inusual de gastos de mantenimiento excesivos. Esto aparece reflejado en las cifras siguientes, que pueden compararse con los ratios estándar de mantenimiento que se producían en la región de Pocahontas, según veíamos en la nota anterior.

Ejercicio	Ratio de mantenimiento de las vías entre el bruto, %	Ratio de mantenimiento de equipos entre el bruto, %	Total, %
1921	14,51	23,87	38,38
1922	12,70	27,01	39,71
1923	12,60	28,10	40,70
1924	14,40	27,90	42,30
1925	15,20	25,30	40,05
1926	14,23	22,89	37,12
1927	14,37	22,38	36,75
1928	13,47	22,29	35,76
1929	14,39	22,36	36,75
1930	13,55	19,55	33,10
1931	12,88	18,99	31,87

La existencia en años anteriores de elevados beneficios comentados de filiales que no transfirieron el dinero a su compañía matriz queda ilustrado en las siguientes cifras de la compañía Louisville & Nashville R.R., cuyo 51 % de acciones ordinarias pertenece a la Atlantic Coast Line R.R. Co.

Ejercicio	Ganado por acción	Pagado por acción	Saldo después de dividendos de ordinarias	Participación de capital de la Atlantic Coast Line en los beneficios no distribuidos de la L & N
1922	14,72 \$	7,00 \$	5.558.019 \$	2.834.590 \$
1923	11,54	5,00	7.648.935	3.900.957
1924	12,08	6,00	7.112.794	3.627.525
1925	15,98	6,00	11.680.711	5.957.163
1926	16,60	7,00	11.232.111	5.728.377
1927	14,29	7,00	8.536.241	4.353.483
1928	12,24	7,00	6.133.220	3.127.942
1929	11,73	7,00	5.536.543	2.823.636

Un panorama parecido, aunque menos notable, es el que presentaba la Chicago, Burlington & Quincy, que durante los ejercicios de 1922 a 1929 ganó bastante más de lo que desembolsó para pagar dividendos. Esto ocurrió en los ejercicios de 1924, 1928 y 1929, aunque la situación dio marcha atrás y en 1930, 1931 y 1932 se llegaron a pagar dividendos que superaban los beneficios. La Great Northern Ry. Co. y la Northern Pacific Ry. Co. poseen, ambas, cerca del 48% de las ordinarias de Burlington.

Nota 25 (Capítulo 12)

Para ejemplos de empresas de carácter total o parcialmente industrial, pero encubiertas bajo el nombre de «servicio público», véanse los ejemplos de: United Public Service Co., empresa constituida en 1927 y dedicada a negocios de energía y luz eléctrica, gas natural y artificial, fábrica de hielo y almacenes frigoríficos; Southern Ice & Utilities Co., constituida en 1916 y dedicada al negocio de fabricación de hielo, helados, productos lácteos y almacenes frigoríficos; la Utilities Service Co., constituida en 1928 para comprar y operar veinte empresas telefónicas de ciudades pequeñas y cuatro empresas de hielo de grandes ciudades; Central Atlantic States Service Corp., constituida en 1928 y dedicada a los negocios de hielo, carbón, y almacenamiento frigorífico; la Westchester Service Corp., constituida en 1928 y dedicada a los negocios del carbón, fuel y suministros de construcción; la National Service Cos., constituida en 1928 como una sociedad de cartera con participación en empresas del tipo de la Westchester Service Corp., dedicada a negocios de hielo, fuel e industrias asociadas. Un examen de estas empresas revelará que sus estructuras financieras son como las de servicios públicos, a pesar de que sus operaciones son de carácter total o parcialmente industrial.

Algunas de estas empresas todavía funcionan con su forma de constitución original, sin embargo muchas de ellas se han enfrentado a problemas económicos y han tenido que ser reestructuradas. La United Public Service Co. fue reconstituida en 1934 como United Public Service Corp. La Southern Ice & Utilities Co. cambió su nombre en 1938 por el de Southern IceCo. La Utilities Service Co. entró en un proceso de administración judicial por suspensión de pagos en 1930 y fue reconstituida en 1933, de modo que el negocio telefónico fue separado de las divisiones industriales de la empresa. La Central Atlantic States Service Corp. fue reconstituida en 1934, y sus bienes pasaron a Cassco Corp. La Westchester Service Corp. fue reconstituida en 1936 según la ley de quiebra, artículo 77B. La National Service Cos. ha conservado su identidad original.

Nota 26 (Capítulo 12)

En varias ocasiones, la Asociación de Banqueros de Inversión de América ha realizado diversos comentarios a través de algunos de sus comités sobre la improcedencia de las circulares de bonos que omiten cualquier referencia a la amortización o encubren la cantidad real de la

dotación de amortización incluyéndola en alguna otra partida de la cuenta de resultados. Las siguientes citas servirán para ilustrar este tema:

«Hay muchas diferencias de opinión sobre la amortización y la política adecuada que debe seguirse para mantenerla, pero, sea cual sea la política adoptada, el inversor tiene derecho a saber cuál es. La circular de una emisión corporativa que no mencione la amortización está omitiendo un factor importante en los negocios de una empresa para la que se le pide al inversor que coloque sus fondos.» (Informe del Comité Especial sobre la preparación y uso de las circulares de bonos» impreso en *Proceedings of the Investment Bankers Association of America*, 1925, p. 274).

«La atención de nuestros miembros está dirigida de manera particular al tratamiento de la amortización. Algunas circulares omiten el balance y, en muchos casos, esto se da en circulares en las que no es de vital importancia. Sin embargo, una práctica bastante común es mostrar los beneficios antes de amortización e impuestos y no mencionar nada acerca de la cantidad que se ha destinada a amortización. Puesto que es nuestro empeño presentar al inversor la descripción más completa posible de una circular ordinaria, podría parecer que, a menos que se proporcionen los beneficios antes de amortización, al inversionista le faltarán los datos necesarios si solo dispone de la cantidad asignada a amortización y de la cantidad remanente de los intereses de bonos e impuestos. Si el inversor es capaz de comprender un balance y está familiarizado con el proceso de fabricación, el modo en que la amortización se tiene en cuenta, así como su cantidad, la circular le dará bastante información acerca de cómo se gestiona la empresa en cuestión. Algunas circulares muestran los beneficios después de amortización e impuestos pero no los beneficios antes de esas deducciones. La presidencia del Industrial Securities and Business Conduct Committee es de la opinión que la descripción ideal de la situación financiera dirigida al inversor sería la de una circular que presentara como partidas separadas: los beneficios después de amortización, la cantidad de amortización y los beneficios después de amortización» (*Interim Report of the Business Conduct Committee of the Investment Bankers Association of America Bulletin*, marzo 1927, p.3).

Nota 27 (Capítulo 13)

Ejemplo del tratamiento del interés minoritario para el cómputo de la cobertura de intereses en el caso de los bonos de una sociedad de cartera de servicios públicos

El informe de la United Light & Railways Co. (Del.) de 1938 incluía

los resultados de la American Light & Traction Co. que poseía el 54,69% de las acciones de la empresa. Los beneficios atribuibles al 45% del capital minoritario eran de cerca de 1,851.000 dólares. Este interés minoritario puede ser tratado de tres maneras diferentes:

Método A (es el método habitual). El interés minoritario se deduce después de los cobros de interés de la compañía matriz. Con este método la partida minoritaria no afecta en absoluto a la cobertura del interés de los bonos.

Método B (es preciso, pero un poco complicado). Los ingresos y gastos de las filiales se incluyen según el porcentaje de control de la propiedad que tenga la empresa matriz. En otras palabras, tanto los ingresos como los gastos fijos se reducen según los porcentajes aplicables a los poseedores minoritarios de acciones ordinarias.

Método C (es el recomendado). El interés minoritario se deduce de los beneficios netos (de la misma manera que una partida de gastos) antes de estimar la cobertura de interés. Esto dará como resultado una cobertura de interés más pequeña que la que se obtiene con el Método B, aunque la subestimación que se produzca será moderada.

Los tres métodos aplicados en el informe de la United Light & Railways Co. de 1938 darán los siguientes resultados:

Partida	Método A (Habitual)	Método B (Preciso)	Método C (conservador)
Ingresos de explotación brutos	77.351.000 \$	59.221.000 \$ *	77.351.000 \$
Ingresos netos	21.352.000	17.072.000*	21.352.000
Interés minoritario			1.851.000
Saldo de gastos fijos	21.352.000	17.072.000*	19.501.000
Gastos fijos ¹	14.927.000	12.498.000*	14.927.000
Interés minoritario	1.851.000		
Saldo de acciones de la empresa matriz	4.574.000	4.574.000	4.574.000
Número de veces cubiertos los gastos fijos	1,43	1,37	1,31

¹ Interés de la filial y dividendos preferentes e intereses de la empresa madre.

* En las cifras de la American Light & Traction, excepto interés minoritario (45,31%).

Obsérvese que el único cálculo adicional que hay que hacer al aplicar el Método B es encontrar la cantidad de los gastos fijos de la filial aplicables a los socios externos. Los gastos fijos ajustados divididos entre el saldo de las acciones de la empresa matriz dará la cobertura menos 1. Obsérvese también que, aunque el Método C siempre da un resultado más pequeño que los otros dos, el Método B dará una cobertura más alta o más

baja que el Método A según si la filial ha devengado sus gastos con un margen más pequeño o mayor que con el sistema combinado.

Nota 28 (Capítulo 15)

El cálculo del margen de seguridad para proteger los dividendos de las acciones preferentes ha recibido escasa atención por parte de la mayoría de autores de libros de texto sobre inversión. En algunos casos, esto se debe a que se excluyen las acciones preferentes de la categoría de inversión (por ejemplo, los textos de Lawrence Chamberlain), pero en la mayoría de ocasiones esta no es la explicación. El enorme volumen de acciones preferentes en circulación que ha habido en las últimas décadas indica que ha tenido que desarrollarse tanto un criterio como una técnica rigurosos para poder seleccionar entre emisiones de este tipo. No deja de resultar sorprendente que se les haya prestado tan poca atención por parte de esos autores, cuyos libros tratan de la «ciencia» de la selección de títulos.

Sin embargo, entre aquellos casos que sí prestan atención a este tema se recomienda, de manera implícita o explícita, el método del cálculo de la deducción previa. Así por ejemplo Cari Kraft y Louis P. Starkweather en su *Analysis of Industrial Securities* (Nueva York, 1930), al hacer un análisis ilustrativo y bastante extenso de la empresa Jones BROS. Tea Co. emplean este engañoso método de cálculo sin realizar un examen crítico de los ratios resultantes. Véanse p. 127, ratio 20 (b), y pp. 130-132, 162, especialmente los estados financieros que se anexaron en 1926 y 1927.

J.E. Kirshman en la revisión de su obra *Principles of Investment*, Nueva York, 1933, hace referencia a que la cobertura de las preferentes de Federal Water Service Corp. había aumentado «varias veces en pocos años», lo que es un estado contable correcto solo en el caso de que se use como cálculo el método de las deducciones previas.

Los gastos fijos combinados y los dividendos preferentes nunca fueron cubiertos más de 1,37 veces durante los ejercicios de 1928 a 1932, inclusive (véanse páginas 155-156, 437). De igual modo, D. F. Jordán enuncia repetidamente el deseado margen de seguridad para las acciones preferentes como el número de veces en que solo los dividendos de preferentes son cubiertos por los beneficios. Véase su libro *Investments* y 3^a rev. ed., pp. 157, 160, 162, 167, 185, 192, Nueva York, 1936. Es curioso que señale la falacia de este método en el caso de las acciones preferentes de las empresas *Holding* de servicios públicos y que recomiende el método de cálculo de las deducciones totales (global) (véase p. 169).

Floyd F. Burtchett en su libro *Investments and Investment Policy*,

Nueva York, 1938, también aboga por la idea de las deducciones previas (véase p. 263, 287, y 325).

Por otro lado, Badger y Guthmann, Herschel y Prime hacen hincapié en la falacia de calcular la cobertura para los dividendos de acciones preferentes con el método de las deducciones previas, y recomiendan, como procedimiento normal, el de las deducciones totales. Véase R. E. Badger y H. C. Guthmann, *Investment Principles and Practices*, pp. 348-350, 465-467, Nueva York, 1936; A. H. Herschel, *The Selection and Care of Sound Investments*, pp. 217-222, Nueva York, 1925; John H. Prime, *Analysis of Industrial Securities*, p. 292, Nueva York, 1935.

Nota 29 (Capítulo 16)

Véase la nota 27 del Apéndice en la edición de 1934 de esta obra.

Nota 30 (Capítulo 16)

Las afirmaciones del texto deben ser verificadas mediante el examen exhaustivo del registro de precios del cual se han extraído los siguientes ejemplos. El 31 de octubre de 1929, la serie con cupón al 4% de la serie de Kansas City Terminal, con vencimiento en 1960, se colocó a 86 ¹/_U con un rendimiento del 4,9%, mientras que el mismo día la serie general de la Chicago, Rock Island & Pacific Ry. con cupón del 4% y vencimiento en 1988, se vendió a 90 a un rendimiento del 4,5%. Cuatro años después, el 22 de nov. de 1933, la emisión de bonos de la Kansas City se vendió a 86V4, aunque la serie general de Rock Island con cupón del 4% había descendido a 42, un precio con un rendimiento del 10%. El 8 dic., 1927, los bonos de terminal se vendieron a 93 ⁷/₈ y la serie general de Chicago, Milwaukee & St. Paul Ry. con cupón del 4%, con vencimiento en 1989, se vendió a 93 con un rendimiento algo menor que el anterior. El 24 feb. 24, 1933, los bonos de terminal se vendieron a 90, con un rendimiento de cerca de 4,65%, mientras que la serie general de St. Paul con cupón del 4% había descendido a un precio de 38 y a un rendimiento del 11 %. Entre el 7 de nov., 1927 y el 15 junio del 1932 la serie terminal con cupón del 4% bajó de 93 a 82A (rendimientos del 4,4% y del 5,18%, respectivamente) mientras que la serie de las obligaciones preferentes de la Missouri-Kansas-Texas R.R., con cupón del 4% con vencimiento en 1962, bajó de 93 a 31 ¹/₈ (con rendimientos del 4,39% y de más del 15%, respectivamente).

En esta tabla pueden observarse algunos datos del informe que registraba estas emisiones.

Emisión	Rango de precios 1929-1939	Precio al cierre de 1939	Rendimiento al cierre de 1939
Kansas City, emisión terminal serie 4, vencimiento 1960	109 ⁷ / ₈ -78	107 ³ / ₄	3,45%
Chicago, Rock Island & Pacif. Ry. emisión general serie 4, vencimiento 1988	96-10	13 ⁷ / ₈	Impagado
Chicago, Milwaukee & St. Paul Ry. general serie 4, vencimiento 1989	87 ⁷ / ₈ -19 ¹ / ₂	24 ³ / ₄	Impagado
Missouri-Kan.-Texas R.R. obligaciones preferentes serie 4, vencimiento 1962	94 ¹ / ₂ -11 ¹ / ₂	14 ⁵ / ₈	27,3%*

* El rendimiento actual está obviamente supeditado a su continuación.

Nota 31 (Capítulo 17)

La situación de la New York & Harlem R.R. nos ofrece algunos aspectos interesantes acerca de los arrendamientos y garantías.

1. La mayor parte del inmueble está arrendado a la N.Y. Central por 401 años y por una renta equivalente a los intereses de los bonos, más 5 dólares de dividendos de las acciones preferentes y ordinarias. El interés de bono y el principal están avalados por la N.Y. Central, pero no hay una garantía específica para los dividendos. Sin embargo, desde 1873, los dividendos se han venido pagando regularmente de acuerdo con la renta.
2. Las propiedades de las vías de tranvías de la empresa ferroviaria fueron arrendadas independientemente a la N.Y.Rys.Co. por una renta equivalente a 2 dólares por acción adicionales, en ambas clases de acciones. Cuando la N.Y.Rys.Co. entró en quiebra, cesó el arrendamiento y se devolvieron las líneas de tracción, que pasaron a ser operadas por la New York & Harlem R.R. En 1932 se negoció un nuevo arrendamiento por 999 años con N. Y. Rys. Cotp. (sucesor del antiguo arrendatario). Se consideró un pago único de 450.000 dólares, de este modo esta transacción prácticamente era idéntica a una venta de las líneas por esa cantidad.
3. Algunos accionistas de la New York & Harlem se empeñaron en conseguir importantes pagos adicionales de la N.Y. Central

basándose en que los valiosos «derechos del vuelo» (es decir, derecho a construir sobre los terrenos de paso de Harlem) no estaban comprendidos en el arrendamiento y que, por ello, debían ser pagados de forma separada. La atracción especulativa de este pleito hizo que el precio de las acciones subiera a 505 en 1932, representando menos del 1% la rentabilidad del dividendo, año en que cayó a 82¼. (A finales de 1939 el precio era de 110.)

La situación de la empresa Mobile & Ohio ofrece algunos aspectos de interés similar:

1. En 1901, Southern Ry.Co. emitió «opciones sobre acciones en Mobile & Ohio» a cambio de casi todas las acciones de Mobile & Ohio. El acuerdo fue que pagaría a perpetuidad el 4% sobre estas opciones sobre acciones.
2. Mobile & Ohio prosperó y, de 1908 a 1930, pagó a la Southern Ry.Co. un 140% en dividendos. La Comisión Interestatal de Comercio y el Estado de Alabama presionaron a la Southern para que entregara el control a la Mobile, basándose en que violaba las leyes antimonopolio. Al mismo tiempo, los poseedores de opciones sobre acciones iniciaron una demanda tanto para lograr la devolución de las acciones depositadas como para obtener mayores dividendos por sus opciones. En previsión de las acciones legales, el precio de estas subió a 159½ en 1928.
3. El desplome de los beneficios, después de 1929, forzó a Mobile & Ohio a entrar en una sindicatura de quiebra en 1932. No se pagaron los intereses de sus bonos que vencían el 1 de septiembre, no obstante, los poseedores de los opciones sobre acciones habían recibido el 4% garantizado por la Southern Ry. En 1932, el precio de las opciones había caído hasta 3½, lo que reflejaba, sobre todo, la desconfianza en la capacidad financiera de la Southern, más que ninguna otra cuestión relativa a la legalidad de la obligación de pagar el 4% de dividendos. Mobile & Ohio se fusionó en 1940 con Gulf, Mobile, Northern R.R., pero esta operación no afectó a la posición de las opciones sobre acciones.

Nota 32 (Capítulo 18)

Reestructuración de las oficinas industriales de una empresa constructora

La historia de esta empresa muestra de manera notable la diferencia entre los derechos teóricos y la experiencia real de un obligacionista de primera hipoteca. En 1926 la empresa levantó un edificio de oficinas en Newark, N.J. El coste del terreno y el edificio fue, según parece, de aproximadamente 3.800.000 dólares, pero el precio del terreno aumentó de 300.000 a 2.000.000 dólares mediante el conocido método de «estimación». El coste del edificio fue sufragado mediante la venta de los siguientes títulos financieros:

6% bonos de primera hipoteca	3.150.000 \$
7% pagarés sin garantía	450.000
Acciones preferentes	450.000
Acciones ordinarias	100.000

(El aumento de precio de la propiedad inmobiliaria les dio a la acciones ordinarias un «valor contable» de cerca de 1.800.000 dólares.)

Después de un período en el que hubo pocos beneficios, el 1 de junio de 1932 se dejaron de pagar los intereses y se designó un síndico de quiebra. Poco después se diseñó un plan de reestructuración que establecía lo siguiente:

1. Los bonos de primera hipoteca al 6% con vencimiento en 1947 se cambiarían por bonos sobre *ingresos* al 5% de primera hipoteca, también con vencimiento en 1947.
2. El 7% de pagarés sin garantía con vencimiento en 1937 serían cambiados por pagarés sobre *ingresos* sin garantías, con vencimiento en 1948.
3. El 8% de acciones preferentes sería cambiado por un nuevo 8% de referentes.
4. Las acciones ordinarias se cambiarían por nuevas ordinarias.
5. Todos estos cambios se harían a la par o acción por acción.

El plan de reestructuración fue llevado a cabo a través de la compra de la propiedad, por parte del comité de saneamiento de la empresa, con una venta hipotecaria de 100.000 dólares. Los obligacionistas de primera hipoteca que no aceptaron los nuevos productos financieros recibieron en efectivo solo 56,43 dólares por 1.000 dólares de bonos.

En este reajuste, los obligacionistas desistieron de su demanda del interés y por ello no recibieron compensación de ningún tipo, mientras que los accionistas no cedieron. (Los dividendos se pospondrían hasta que hubieran sido retirados dos tercios de los bonos, una retirada que resultaría beneficiosa para los accionistas, y la disposición no representaría

realmente un sacrificio por su parte.) Esto fue un «compromiso» excepcionalmente unilateral, tanto más cuanto los obligacionistas tuvieron la facultad de tomar posesión directamente de la propiedad. El comité de saneamiento defendía la generosidad de estos con respecto a los accionistas acerca de que era deseable retener los servicios (a sueldo) del accionista mayoritario como gerente de la propiedad. En efecto, los propietarios reales del edificio tomaron el capital de una emisión de acciones preferentes (es decir, bonos sobre ingresos) y cedieron a la gerencia todo el capital subordinado. Esto es pagar un precio asombroso por la supervisión de un edificio de oficinas.

Puede objetarse a nuestra crítica que carece de fundamento, ya que era improbable en cualquier caso que el edificio rindiera más que el interés correspondiente a los bonos sobre ingresos, de manera que no merecía la pena discutir por el capital que los accionistas retenían completamente. No obstante, resultaba falaz medir los ingresos *potenciales* con los resultados que se mostraban durante una depresión sin precedentes. Al observar la propuesta a largo plazo, cabe señalar diferentes tipos de posibilidades que volverían a dar valor al capital. Entre ellas se encuentran:

1. La vuelta de la prosperidad e incluso un nuevo *boom* inmobiliario.
2. Una inflación sustancial de la moneda, con la que se reduciría la carga de la deuda representada por bonos.
3. Una situación favorable del vecindario o del edificio. En cuanto este plan de reestructuración se consumó, la Bolsa de Valores de Nueva York intentó trasladarse a Newark y se habló de que este edificio de oficinas sería la sede de la Curb Exchange. Si esto hubiera sucedido, hubiese significado una importante entrada de efectivo para los antiguos accionistas de esta empresa que, con anterioridad, había estado en bancarrota. Aunque, de hecho, estos beneficios deberían haber sido para los obligacionistas, porque fueron ellos quienes asumieron todo el riesgo de las pérdidas futuras (tal como puede apreciarse en el descenso del precio del mercado de la emisión de 4 de febrero de 1933).

Hemos de destacar el hecho de que este inmueble, valorado en 5.500.000 dólares, se vendiera en ejecución hipotecaria por 100.000 dólares, compensándose a los obligacionistas que no tenían depósitos con cerca de 5 céntimos de dólar. (En 1927, la emisión se había realizado a 100.) Es evidente que este era un precio totalmente inadecuado, ya que los *ingresos netos después de impuestos* en la primera mitad de 1932 habían sido de 67.000 dólares. Desde nuestro punto de vista, el traspaso del inmueble a un precio irrisorio, de acuerdo con esta clase de esquema de reestructuración, es mucho más desigual que la «eliminación» de los

accionistas o de otros propietarios dentro del procedimiento ordinario de quiebra. El derecho de los acreedores a intervenir judicialmente los activos, a menudo, se lleva a cabo con dificultad, si bien no se puede decir que es injusto en términos específicos del acuerdo de préstamo y de las posibilidades de beneficio originales que tenía el accionista por el uso de los fondos recibidos en préstamo. Pero en el ejemplo del edificio de oficinas, el proceso judicial favoreció que se despojara al obligacionista individual del remedio que él se había asegurado tener en el caso de impago, es decir, el de tomar el control de la propiedad en su beneficio o en el de recuperar su parte en el valor en efectivo del inmueble liquidado en una venta hecha con *buena fe*.

Un pronunciamiento posterior de la Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos relacionado con la justicia de los planes de reestructuración se opuso a este tipo de arreglos entre los intereses de los acreedores y los accionistas. Véase el *Caso contra Los Angeles Lumber Products Company*, 308 U.S. 106 (resuelto el 6 de nov. de 1939). El tribunal estableció que un plan de reestructuración bajo el artículo 77B no era «aceptable ni equitativo» cuando, con la corporación envuelta en un proceso de insolvencia, el valor total disponible de la propiedad no estaba destinado inicialmente a las reclamaciones de los obligacionistas antes de que se permitiera participar a los accionistas.

Nota 33 (Capítulo 18)

Serie de Financial Investing Company con cupón del 5% y vencimiento en 1932 y 1940

Este ejemplo extraído del sector de fondos de inversión nos mostrará cómo la tendencia del comité a eludir medidas firmes por su parte supuso despojar a los accionistas de la protección con la que estos deben contar cuando asumen su riesgo.

La empresa Financial Investing Co. de Nueva York vendió dos emisiones con garantía subsidiaria al 5%, que vencían respectivamente en 1932 y en 1940. Estos bonos estaban garantizados con el depósito realizado por el comité de los valores admitidos a cotización, que se había diversificado de acuerdo a unos requisitos muy estrictos. La empresa pactó mantener esta garantía a un valor de al menos el 120% de los bonos en circulación. El comité fue autorizado a: (1) avisar a la corporación en el caso de que el margen requerido fuera arriesgado; (2) declarar vencido el principal del capital si la deficiencia no se corregía en 30 días; (3) en ese caso, a vender la garantía y a destinar el dinero obtenido al pago del

principal y de los intereses.

Este acuerdo parecía dar a los obligacionistas prácticamente la misma protección de la que disfrutarían con un préstamo bancario respaldado por productos financieros negociables en garantía. Si el margen estipulado llegaba a ser arriesgado y no salía bien, la garantía podía ser liquidada para satisfacer el préstamo. La única diferencia importante parecía hallarse en la concesión de 30 días del contrato legal de emisión y compra de bonos para restablecer el margen al porcentaje requerido.

No obstante, la historia actual de las emisiones de Financial Investing estaba sorprendentemente en desacuerdo con aquella de los típicos préstamos bancarios con garantía que se hacían en ese mismo período. En octubre de 1931, el margen cayó por debajo del 20% y el comité avisó a la corporación de este «caso de incumplimiento». El margen no se restituyó en los treinta días, pero la garantía no se vendió. En agosto de 1932, la cotización de compra de los bonos cayó a 20. En octubre de 1932, el principal de una emisión venció y no se pagó. Esto obligaba a tomar medidas: la garantía, que respaldaba ambas emisiones, se liquidó; finalmente, en enero de 1933, quince *meses* después de la «provisión de fondos complementaria», los obligacionistas recibieron alrededor de 65 céntimos por dólar.

Observamos en este ejemplo una gran discrepancia entre la aparentemente efectiva protección acordada por los obligacionistas en la escritura de emisión y los pésimos resultados que de hecho habían tenido, una pérdida sustanciosa, una larga demora, y de manera particular una espantosa merma del valor de mercado durante el ínterin. ¿Cuál es la explicación? ¿Fue debido a la inercia o la falta de previsión del comité? Si lo analizamos superficialmente bien podría ser por esas razones, sin embargo, el hecho es que el comité lo ponderó notablemente y alargó más el plazo, si bien sus esfuerzos estaban controlados —y viciados— por el principio de la sindicatura de bonos, es decir, «no hagas nada que alguien pueda criticar, a menos que los obligacionistas te pidan que lo hagas de la forma en que se especifica en la escritura de emisión». En el caso de la serie de Financial Investing con cupón del 5%, el comité podía haberse visto obligado a actuar ante la solicitud por escrito de los titulares del 30% de los bonos, de las indemnizaciones normales. El comité vaciló en vender enseguida la garantía porque si el mercado se recuperaba posteriormente, podría ser injustificadamente acusado por los accionistas de haberles borrado del mapa. También parece ser que, por razones similares, algunos de los obligacionistas se oponían a la venta de la garantía después de que su valor hubiera caído por debajo de la cantidad a la par de la emisión.

No es difícil ver que estas objeciones, para llevar a efecto las cláusulas

de protección contenidas en la escritura de emisión, eran infundadas. De hecho, si hubieran sido defendibles, no habría habido ninguna excusa posible para incluir en la escritura tales cláusulas. Si analizamos este incidente, podemos observar que los resultados negativos que se produjeron surgieron de una combinación entre:

1. Una ausencia de reglas de procedimiento claramente establecidas para reforzar los términos del contrato.
2. La existencia de un típico grupo de obligacionistas con poco discernimiento y menos iniciativa.
3. La falta de unas bases de actuación con las que los síndicos pudieran haber encaminado a estos obligacionistas inactivos y poco razonables, en lugar de ser ellos quienes les guiaran.

Nota 34 (Capítulos 19 y 26)

Consideramos que los dos ejemplos que mostramos a continuación deben servir para advertir al analista ante la excesiva confianza en (1) los acuerdos de protección en la escritura de emisión de bonos, y (2) el informe anexo de estadísticas, al seleccionar bonos industriales.

I. Emisión primera con cupón del 6½% a diez años Willys Overland Co., con vencimiento en septiembre de 1933. Capital de la emisión original: 10.000.000 dólares.

A. Cláusulas de protección:

1. Una primera hipoteca directa sobre todos los activos fijos que poseía en ese momento o adquiridos con posterioridad (excepto los gravámenes de los nuevos precios de compra), y asegurado también por la pignoración de todas las acciones que poseía la Willys Overland Co., en el principal de las empresas filiales. A estas se les prohibió crear hipotecas o deuda consolidada a menos que se pignoraran para asegurar esta emisión.
2. Un fondo de amortización del 10% de la emisión por cada año (1.000.000 de dólares anuales) era para cancelar el 90% de la emisión antes del vencimiento.
3. El activo circulante neto debe ser siempre igual a, por lo menos, el 150% de los bonos en circulación.
4. Los dividendos en efectivo se pagarían solo de los beneficios posteriores al 1 de septiembre de 1923, y solo si los activos corrientes después de deducir tales dividendos fueran de no menos

del 200% del pasivo corriente, y el activo corriente neto superior al 200% de los bonos a la par en circulación.

- B. El informe anexo de estadísticas, a 31 de diciembre de 1928:
1. Los intereses han sido devengados 12 veces en 1928; una media de alrededor de 11 veces entre 1923-1928; y por lo menos 3½ veces en cada uno de los seis últimos ejercicios.
 2. El valor de mercado de las acciones ordinarias y preferentes a 31 de diciembre de 1928 era de 110.000.000 dólares, es decir, 22 veces la emisión de bonos de 5.000.000 dólares.
 3. El activo corriente neto consolidado a 31 de diciembre de 1928 era de 28.700.000 de dólares, es decir, de más de cinco veces los bonos en circulación.
 4. El activo material neto consolidado aplicable a los bonos fue de cerca de 14 veces el capital de la emisión.
- c. Situación después de 1928: en los cuatro ejercicios de 1929 a 1932 el patrimonio neto consolidado descendió de 39.600.000 dólares a 400.000 dólares, De esta disminución, 6.000.000 de dólares representaban los beneficios distribuidos y la diferencia correspondía a gastos de explotación y otros. Coincidió que el activo corriente neto de 28.700.000 dólares se convirtió en un excedente neto de pasivo corriente por importe de 2.400.000 dólares, siendo la disminución total de cerca de 30.000.000 de dólares.

Las operaciones del fondo de amortización de deudas redujeron la emisión de bonos a solo 2.000.000 de dólares a finales de 1931, pero no se pudo cubrir la cuota del fondo de amortización que vencía en julio de 1932. En febrero de 1933 se fijó una sindicatura de quiebra. Los intereses de los bonos vencidos en marzo de 1933 no se pagaron y el principal tampoco se pagó en septiembre de 1933.

Los bonos, que habían sido vendidos hasta 101½ en 1931 y a 92 en 1932, bajaron hasta 24 a finales de 1933.

Cabe destacar que cuando se produjo el impago del fondo de amortización en julio de 1932 ni los síndicos ni los obligacionistas tomaron ninguna medida, como tampoco lo hicieron cuando el capital circulante disminuyó por debajo del mínimo estipulado. Unas medidas defensivas rápidas hubieran obligado al pago de una emisión de bonos tan relativamente pequeña como esa. Después de la sindicatura se constituyó un comité de protección de los obligacionistas, y al descubrir este que era inviable una reestructuración se propició la liquidación, si bien el comité encontró dificultades legales debido a la ejecución hipotecaria de su derecho de

retención.

La empresa finalmente se reestructuró en 1936, los obligacionistas recibieron acciones de la liquidación de una corporación inmobiliaria y también un bloque de acciones preferentes convertibles, o un bloque mayor de acciones ordinarias de la empresa reestructurada. Afortunadamente para los antiguos obligacionistas, estas acciones pronto valieron más que el nominal y los intereses impagados de los bonos viejos.

II. Emisión primera con cupón del 6% de Berkey and Gay Furniture Co., vencimiento en serie de 1927 a 1941. Capital original de la emisión 1.500.000 dólares.

A. Cláusulas de protección:

1. Garantizado por un primer gravamen sobre los bienes fijos valorados en unos 4.400.000 dólares, es decir, sobre el 290% de la emisión original.

Pueden emitirse nuevos bonos hasta una cantidad de 1.000.000 de dólares con respecto a otra garantía de bienes adicionales, si bien a una tasa que no exceda el 50% del coste de estos.

2. El activo corriente neto tenía que mantenerse a 2.000.000 de dólares, y se exigía que el activo corriente fuera equivalente a dos veces el pasivo corriente.

3. El vencimiento en serie era equivalente a un fondo de amortización de deuda cuya media era de 70.000 dólares anuales, con la que se preparaban los dos tercios de la emisión antes de su vencimiento.

B. El informe anexo de estadísticas, a 31 de diciembre de 1927.

1. En 1927 los intereses habían sido devengados cerca de tres veces; una media de cerca de 4½ veces entre 1922 y 1927; y no menos de tres veces en cualquier ejercicio de ese periodo de seis años.

2. El activo corriente neto era de 3.698.000, es decir 2½ veces el 1.460.000 dólares de bonos en circulación.

3. El total del activo material aplicable a la emisión fue de 8.500.000 dólares, es decir 6.000 dólares por bono.

c. Situación después de 1927: entre el 1 de enero de 1929 y el 31 de julio de 1931, la empresa declaró pérdidas que ascendían a casi 3.000.000 de dólares. Solo en 1930, el capital circulante disminuyó de 2.900.000 a 650.000 dólares. En julio de 1931 se reflejó un fondo de maniobra negativo. Los intereses de los bonos se dejaron de pagar en noviembre de 1931. Los síndicos fueron llamados en febrero de

1932. Las cuotas de los bonos vencían en abril de 1933. Estos —que habían sido vendidos a la par en 1928 y llegaron hasta 65 dólares en marzo de 1931—, valían solo un céntimo de dólar a finales de 1933.

Para poder llevar a cabo la emisión de bonos que tuvo lugar después del impago de los intereses se constituyó un comité de protección. Es difícil decir si una actuación rápida por parte de los obligacionistas hubiera mejorado algo aquella desastrosa situación, pero, sin duda, deberían haber mostrado una cierta inquietud cuando, a finales de 1930, fue violada la cláusula del capital circulante en lugar de quedarse con las manos cruzadas hasta casi un año después de producirse el incumplimiento en los pagos de los intereses.

Las propiedades fueron vendidas en 1935 mediante ejecución hipotecaria y, en 1936, se distribuyeron a los obligacionistas 522,50 dólares por cada bono de 1.000 dólares, en gran parte procedentes de las ganancias de un juicio por daños contra otra empresa.

Nota 35 (Capítulo 22)

El crecimiento de la financiación mediante emisiones preferentes y su declive posterior puede observarse en las siguientes cifras

Ejercicio	Número total de emisiones preferentes en circulación	Convertible	Participaciones	Con derecho de suscripción
1925	434	434	(No se da)	(No se da)
1926	613	503	(No se da)	110
1927	1.129	537	410	182
1931	2.668	1.214	862	592
1935	1.705	860	630	215
1939	1.629	912	536	181

correspondientes al *número total de emisiones preferentes en circulación* incluidas en una lista que se publicó en *Moody's Manual*. Se incluyen tanto los bonos como las acciones.

Las estadísticas de las series Número 208, 243, 295 y 339 de la CNMV muestran las características de las primeras ofertas de títulos al público que se vendieron en efectivo, al amparo de la Ley de Valores de 1933,

desde el 1 de abril de 1937 hasta el 30 de septiembre de 1939. Los datos resumidos de estas liberaciones indican la tendencia de financiaciones recientes mediante emisiones preferentes privilegiadas.

Nota 36 (Capítulo 24)

En el ligeramente complicado caso de la emisión colateral convertible de Chesapeake Corp., con un cupón del 5% y vencimiento en 1947, se aplicó la fórmula antidilución debido a la situación siguiente. Los bonos, emitidos en mayo de 1927, estaban garantizados por la pignoración de las acciones ordinarias de Chesapeake & Ohio Ry. Co., y pasaron a ser convertibles en estas acciones después del 15 de mayo de 1932. La escritura de emisión contenía las habituales cláusulas antidilución y establecía que, con el fin de calcular los nuevos precios de conversión, un total de 1.190.049 acciones de Chesapeake & Ohio iban a ser consideradas como obligaciones pendientes a partir de la fecha de emisión de los bonos.

Partida	Número de emisiones	% del total	Bruto recaudado por la entidad emisora (en miles)	% del total
Total emisiones prioritarias vendidas	439	100,00	3.359.177 \$	100,00
Emisiones preferentes vendidas	191	43,51	658.020	19,60
Total acciones preferentes	214	100,00	470.423 \$	100,00
Total emisiones preferentes	139	65,00	247.259	52,50
Convertibles	89	41,60	210.243	44,70
Participaciones	40	18,70	23.637	5,00
Con opciones de compra (warrants)	10	4,70	13.379	2,80
Total de bonos sin garantía a largo plazo	135	100,00	1.570.082 \$	100,00
Total de bonos preferentes a largo plazo sin garantía	20	14,81	46.824	2,98
Convertibles	12	8,89	41.822	2,66
Participaciones con opciones de compra (warrants)	8	5,92	5.002 \$	0,32
Total de bonos hipotecarios a largo plazo	79	100,00	1.312.213 \$	100,00
Total de bonos preferentes a largo plazo sin garantía				
Convertibles	31	39,24	363.193	27,68
Participaciones	27	34,18	358.746	28,34
Con opciones de compra (warrants)	4	5,06	4.477 \$	00,34
Total bonos a corto plazo	11	100,00	6.459 \$	100,00
Total bonos preferentes a corto plazo	1	9,09	744	11,50
Convertibles	1	9,09	744	11,50

Posteriormente, Chesapeake & Ohio emitió nuevas acciones de la manera siguiente:

- (a) 296.222 acciones a 200 dólares por acción para aquellos depositarios de valores con fecha 30 de abril de 1929.
- (b) 46.065,5 acciones emitidas en 1930 a cambio de las acciones ordinarias de Hocking Valley Ry. Co. Revisando los anteriores informes de la empresa aparece que las acciones de Hocking Valley fueron tasadas a 7.076.710, 18 dólares, es decir, a la tasa de 153,62 dólares que tenían las acciones que cambió C & O.

(c) 382.211 acciones a 100 dólares para los depositarios de valores con fecha de 12 de junio de 1930.

Finalmente, el 31 de julio de 1930, el valor a la par de las acciones ordinarias de Chesapeake & Ohio se redujo de 100 dólares por acción a 25 dólares por acción y se emitieron cuatro nuevas acciones por cada una de las viejas que estaban hasta entonces en circulación.

Basándonos en estos datos, el cálculo del precio de conversión a principios de 1933 era el siguiente:

<i>Cifra base</i>	<i>Oferta de 4/10/39</i>	<i>Hocking Valley</i>	<i>Oferta de 6/12/30</i>
(1.190.049 x 220 \$)	+ (296.222 x 100 \$)	+ (46.066,5 x 153,62)	+ (382.211 x 100 \$)
1.190.049 + 296.222 + 46.066,5 + 382.211			
C' = = 43,97 \$			
(pagadero a 4 por 1 split de 7/31/30)			

Nota 37 (Capítulo 24)

Las obligaciones convertibles de tres años al 7% de Consolidated Textile Corp., con vencimiento en 1923, tenían una preferencia de conversión de este tipo. La escritura de la emisión estableció que: «La tasa a la que las acciones ordinarias de la empresa deberán ser entregadas en cualquier conversión será sobre la base de 22 acciones ordinarias por cada pagaré de 1.000 dólares, y de 11 acciones ordinarias por cada pagaré de 500 dólares, es decir, si cualquier acción ordinaria de la empresa es emitida en algún momento por menos de 46 dólares por acción, la tasa de conversión se reducirá a un precio en dinero o en un valor razonable de bienes sobre los cuales se han emitido esas acciones ordinarias [...] y si posteriormente se emiten otras acciones a un precio más bajo, la tasa de conversión se reducirá todavía más, y así sucesivamente en diferentes intervalos de tiempo, con un ajuste de intereses y de dividendos devengados.»

Estos pagarés se emitieron en abril de 1920. En noviembre de ese año se ofrecieron a los accionistas acciones adicionales a 21 dólares cada una y el precio de conversión se redujo en consecuencia de aproximadamente 46 dólares a 21 dólares por acción. La opción nunca alcanzó un valor sustancial, las acciones no se habían vendido por más de 46½ antes de noviembre de 1920 y no lograban pasar del 27% que siguió a la bajada del precio de conversión en noviembre. La emisión pasó a 102½ en octubre de 1921.

Nota 38 (Capítulo 24)

La serie de 67.000.000 de dólares convertibles de la American Telephone & Telegraph Co. con un cupón del 4½%, y vencimiento en 1933, que se ofreció a los accionistas en 1913, es un ejemplo de esta condición relativamente rara. Los bonos eran convertibles en acciones ordinarias a 120 dólares cada una desde el 1 de marzo de 1915 hasta el 1 de marzo de 1925. La escritura de emisión establecía que la acción que se obtuvieran en la conversión «formaría parte de las acciones escrituradas de la Telephone Company *así las acciones escrituradas estarán constituidas en el momento de la conversión*» y no contendrán las habituales cláusulas de antidilución. Es interesante observar que tanto las emisiones precedentes como las posteriores de la American Telephone & Telegraph Co., no contenían ninguna cláusula antidilución. Véase, por ejemplo, las escrituras que protegían la serie convertible con cupón del 4% emitida en 1906 y la serie convertible con cupón del 4½%, de 1929.

Cerca de la mitad de la serie, con cupón del 4½% y vencimiento en 1933, fueron convertidas en 1915, el primer año en que se pudo ejercer esta opción, y el saldo se redujo rápidamente a partir de entonces mediante conversión. En 1925, cuando la opción expiró, se quedaron sin convertir 1.899.400 dólares cuya opción de compra a la par se hizo en 1931. Mientras tanto, antes de 1925, se ofrecieron a los accionistas diversas suscripciones preferentes, lo que pudo ser un motivo de la rápida conversión de esta emisión desprotegida de la dilución por los «derechos» de los accionistas, aunque el rendimiento de las acciones bajo una tasa de dividendos de 8 y 9 dólares fue sin duda alguna también un factor.

Otro ejemplo, que no viene tan al caso, es el de la serie de convertibles de la Brooklyn Union Gas Co. al 5½%, con vencimiento en 1936. Estos bonos se ofrecieron en diciembre de 1925 con el derecho de convertirlos en 20 acciones ordinarias del 1 de enero de 1929 o posteriormente. La escritura de emisión estaba redactada de una manera ambigua, en el sentido de que decía que «en el caso de que se produzca un cambio en el tipo de las acciones de la empresa antes del vencimiento de los bonos, así como el aumento o disminución del número de títulos que los accionistas tienen derecho a recibir por sus acciones, entonces el número de acciones que los poseedores de estos bonos recibirán por la conversión aumentará o disminuirá según corresponda». Esto dejaba la duda por lo que respecta a si se podía permitir cualquier forma de dilución o si se protegía solo contra los emisiones de acciones liberadas los fraccionamientos de acciones, y los fraccionamientos inversos del valor nominal de las acciones. Quizá fue por esta razón que hubo importantes diferenciales de arbitraje entre los

bonos y las acciones, antes del 1 de enero de 1929, cuando la conversión real pudo llevarse a cabo, aunque de nuevo hemos de decir que pudo haber influido en las discrepancias el mayor rendimiento procedente de los dividendos sobre la cantidad equivalente de acciones. A continuación exponemos los datos pertinentes a este caso.

Fecha	Precio acc. ordinaria	Precio equivalente de bonos	Precio de bonos	Diferencial en dólares por bonos de 1.000 \$
3/19/26	71 ¹ / ₂	143	129	140 \$
9/17/26	91	182	155	270
6/17/27	115	230	197	330
9/23/27	142	284	224	600
3/30/28	153	306	272	340
9/28/28	166	332	309	210
12/28/28	187 ¹ / ₂	375	375	0

Nota 39 (Capítulo 24)

La emisión de obligaciones convertibles de Dodge Brothers, Inc., con cupón del 6% y vencimiento en 1940, ilustra el incremento del precio de conversión que tiene lugar cuando, en una fusión con otra corporación, las acciones de la corporación emisora son cambiadas por un número inferior de acciones.

Los bonos, emitidos en 1925, fueron convertibles en acciones de clase A de la Dodge Brothers, Inc., hasta un máximo de 30.000.000 de dólares de una emisión total de 75.000.000. La conversión se estableció con las siguientes relaciones de canje fijas:

- Primera conversión de 5.000.000 de dólares, 1 acción A por 30 dólares de bonos a la par.
- Segunda conversión de 5.000.000 de dólares, 1 acción A por 35 dólares de bonos a la par.
- Tercera conversión de 5.000.000 de dólares, 1 acción A por 40 dólares de bonos a la par.
- Cuarta conversión de 5.000.000 de dólares, 1 acción A por 50 dólares de bonos a la par.
- Quinta conversión de 5.000.000 de dólares, 1 acción A por 60 dólares de bonos a la par.
- Sexta conversión de 5.000.000 de dólares, 1 acción A por 70 dólares de bonos a la par.

La escritura de emisión establecía que en caso de una fusión o absorción el comprador debería hacerse cargo de los bonos y mantener una conversión de la misma clase así como tantas acciones como pudieran emitirse en la fusión o adquisición, en relación al número de acciones de

clase A a las cuales el poseedor de bonos tenía derecho ocasionalmente por conversión.

Los primeros 15.000.000 dólares de bonos se convirtieron en acciones de clase A de Dodge Brothers antes de la fusión de esta empresa con la Chrysler Corp. en julio de 1928, y los bonos remanentes fueron asumidos por esta última. En esta adquisición, cinco de las acciones de clase A en que eran convertibles los bonos fueron cambiadas por una de las acciones ordinarias de la Chrysler Corp. Por lo tanto, de acuerdo con lo estipulado en la escritura de emisión, la cuarta conversión de 5.000.000 de dólares de bonos fue convertible a la tasa de cuatro acciones ordinarias de Chrysler por cada 1.000 dólares de bonos (un precio de conversión para Chrysler de 250 dólares por acción). Asimismo, las unidades de la quinta y sexta se convirtieron en ordinarias de Chrysler a 300 dólares y a 350 dólares por acción, respectivamente. El 1 de mayo de 1935 toda la deuda pendiente de 30.150.500 dólares de estos bonos fue amortizada.

Nota 40 (Capítulo 25)

La emisión de primera hipoteca de la Spanish River Pulp & Paper Mills, Ltd., con cupón del 6% y vencimiento en 1931, fue emitida en 1911 como bono ordinario sin opción en la participación de resultados. Entre 1915 y 1916 hubo un impago de los intereses que dio lugar a un acuerdo entre los obligacionistas y la empresa., Mediante este compromiso los intereses vencidos no pagados de 1915 y 1916 se pospusieron hasta octubre de 1922; se suspendieron temporalmente los pagos del fondo de amortización y a los depositarios de estos y de otros bonos de empresas filiales se les concedió el derecho a recibir durante la vida de sus bonos una parte prorrateada del 10% del importe asignado en cada ejercicio para dividendos de las acciones preferentes y ordinarias de la Spanish River Co.

Ejercicio	Número de veces en que los intereses son devengados	Rango de precios de mercado de los bonos
1919	2,62	105 ¹ / ₂ -97
1920	3,03	97 ¹ / ₂ -93
1921	4,39	87-86 ¹ / ₄
1922	2,39	115-93 ¹ / ₄
1923	3,46	105-95
1924	4,37	104-97
1925	3,85	106 ¹ / ₄ -106 ¹ / ₄
1926	3,96	108-105
1927	3,36	108 ³ / ₄ -108 ¹ / ₂
1928	Bonos rescatados antes de su vencimiento a 110	

Como consecuencia de este acuerdo, los obligacionistas no solo recibieron el 10% de todos los beneficios distribuidos en efectivo sobre las acciones ordinarias y preferentes de la Spanish River Co. hasta que se retiraron los bonos en 1928, sino que también recibieron el 10% de los privilegios de las acciones preferentes emitidas en julio de 1920 como un dividendo del 42% de las acciones que liquidaba los valores devengados de acciones preferentes.

La calidad de la inversión de estos bonos después de 1918 puede apreciarse en las cifras de la tabla.

Nota 41 (Capítulo 25)

La técnica de una operación de cobertura intermedia se ilustra en las transacciones realizadas hechas entre 1918 y 1919» relacionadas con la compra de pagarés de 1.000 dólares de Pierce Oil Corp., con vencimiento en 1920 y la venta de acciones ordinarias contra estos pagarés. El pagaré de Pierce Oil era convertible en cualquier momento en 50 acciones ordinarias. (Se excluyeron los intereses devengados sobre los pagarés.)

Fecha	Compra	Rango de precios mensual	Venta	Rango de precios mensual
Oct. 1918	1 millón al 6% de pagarés a $100\frac{1}{2}$ = 1.008 \$	$99\frac{1}{2}$ – $101\frac{1}{2}$	25 ordinarias a 19 = 470 \$	$16\frac{1}{4}$ – $19\frac{1}{8}$
Dic. 1918	25 ordinarias a 16 = 403 \$	$15\frac{3}{4}$ –17		
Ene. 1919			25 ordinarias a 19 = 470 \$	16 – $19\frac{3}{8}$
May 1919			25 ordinarias a 28 = 696 \$	$24\frac{3}{4}$ – $28\frac{5}{8}$
Dic. 1919	50 ordinarias a $17\frac{1}{2}$ = 881 \$ 2.292 \$	17– $20\frac{5}{8}$	1 millón de pagarés a 100 = 1.000 \$ 2.636 \$	Rescatados a 100
Beneficio	344 \$			

El precio más bajo del pagaré de octubre de 1918 a diciembre de 1918 fue de $99\frac{1}{2}$.

Analizaremos estas cinco transacciones de la siguiente manera:

1. La compra de pagarés y la venta de la mitad de las acciones relacionadas con estos, a un precio no muy lejos de la paridad. Esto permitía cubrir beneficios si las acciones disminuían y un beneficio por la venta de la otra mitad en caso de que estas se anticiparan.
2. Una disminución de las acciones permitía cubrir beneficios.
3. La recuperación de las acciones permitía restablecer la posición original.
4. El anticipo de las acciones permitía la venta de la segunda mitad a un precio que asegurara el beneficio sobre la operación.

Por la proximidad del vencimiento de la emisión de pagarés (unido a la fuerte situación financiera de la empresa), se podía contar con que este precio se mantendría bastante bien, por lo que no fue necesario realizar los pagarés según el punto 2. Esto se podría mantener con la esperanza de que se repitiera la venta de acciones.

Nota 42 (Capítulo 26)

Ya hemos señalado en el capítulo 14 que el 95% de todas las acciones preferentes que se cotizaban en la Bolsa de Valores de Nueva York no

podieron conservar su nivel de precios en 1932. Un estudio realizado por Adolph H. Graetz proporciona bastantes muestras de bonos emitidos durante los años de 1931 a 1934 que nos revelan la siguiente distribución anual de precios mínimos.

Precios de bonos corporativos en sus precios anuales más bajos, 1931-1934

Clase (por rango de precios)	1931		1932		1933		1934	
	Número	% Acu- mulativo^{1}	Número	% Acu- mulativo^{1}	Número	% Acu- mulativo^{1}	Número	% Acu- mulativo ¹
0-9,9	245	5,69	623	13,82	683	14,78	555	12,28
10-19,9	334	13,45	562	26,29	507	25,75	459	22,57
20-29,9	335	21,23	419	35,59	438	35,23	370	30,63
30-39,9	380	30,06	388	44,20	418	44,28	333	38,02
40-49,9	296	36,94	364	52,28	403	53,00	331	45,40
50-59,9	319	44,35	426	61,73	381	61,24	372	53,46
60-69,9	377	53,10	384	70,25	384	69,55	340	60,86
70-79,9	461	63,81	417	79,50	405	78,31	409	70,04
80-89,9	571	77,07	406	88,51	399	86,94	435	79,79
90-99,9	835	96,47	450	98,49	467	97,04	568	92,61
100 en adelante	152	100,00	68	100,00	137	100,00	334	100,00
Total	4.305		4.507		4.622		4.506	

¹ Porcentaje del total de aquellos bonos cuyos precios cayeron o subieron con relación al límite del intervalo señalado.

La actual situación con respecto a los bonos que se venden a niveles especulativos (en 1939) se evidencia por el hecho de que la media del precio de todos los bonos corporativos de Estados Unidos que se cotizaban en la Borda de Valores de Nueva York a finales de 1939 era de 74.60. Un nivel que sigue que muchas emisiones se estaban vendiendo muy por debajo de la par. El registro completo de todos los bonos corporativos y certificados de depósito que, en cambio, se vendían en la Bolsa de Valores de Nueva York durante 1939 revela que 558, es decir, el 57% del total de 1.100 emisiones, se vendieron en ese año durante un tiempo a precios por debajo de 70.

Nota 43 (Capítulo 26)

Historia posterior de los bonos en la tabla

La serie de American Suite con cupón del 6% y vencimiento en 1936, se extendió durante diez años y el precio más alto al que se vendió fue de 104 en 1939.

La serie de Crucible Steel con cupón del 5% y vencimiento en 1940, subió hasta un precio de 104½ en 1937, y en septiembre de 1938 tuvieron que pagarse a 101.

La emisión de McKesson & Robbins, con cupón del 5% y vencimiento en 1950, demostró que era una buena compra a 25, pero después de venderse por encima de la par entre 1935 y 1938, su precio cayó bruscamente a 50 a finales de 1938 y a principios de 1939 cuando se publicó una información sobre la conducta fraudulenta de su gerencia. En mayo de 1939 se aplazó el pago de intereses, pero en abril de 1940 los bonos se habían recuperado hasta alcanzar un precio de 101.

La serie de Marión Steam Shovel con cupón del 6% y vencimiento en 1947, había tenido el peor registro de la lista de cotizaciones. Sin embargo, los bonos gradualmente obtuvieron un nivel de precios a la par en 1936 y 1937 y se llegó a vender al precio máximo de 87 en 1939.

Algunos poseedores de títulos de la serie de la National Acme con cupón del 6%, con vencimiento en 1942, ampliaron el vencimiento de sus bonos de 1936 hasta 1946 y accedieron a una reducción del tipo de interés nominal al 4½%. Estos bonos se vendieron casi invariablemente cerca de la par desde 1936. Los bonos cuyo plazo no se amplió se rescataron antes de su vencimiento a 102½ en diciembre de 1936.

Nota 44 (Capítulo 27)

Las consecuencias de los tres ejemplos que se muestran en el texto general pueden observarse en la siguiente tabla:

Partida	Electric Power and Light	Bangor and Aroostook	Chicago Yellow Cab
Mínimo posterior	1	9 ¹ / ₂	6
Ratio del mínimo entre el máximo de 1929	1,15%	9,51%	17,14%
Máximo después de 1933	26 ⁵ / ₈ (1937)	49 ¹ / ₂ (1936)	32 (1936)
Ratio del máximo posterior entre el máximo de 1929	30,7%	54,7%	91,4%
Precio de cierre de 1939	6 ⁷ / ₈	12 ⁷ / ₈	8 ³ / ₈
Ratio del precio de cierre de 1939 entre el precio máximo de 1929	7,9%	14,2%	23,9%
Media de beneficios por acción, 1930-1939	0,05 \$(d)	3,85 \$	1,21
Media de dividendos por acción, 1930-1939	0,25	2,61	1,60
Beneficios por acción, 1939	0,39(d)	0,17	1,04

Nota 45 (Capítulo 28)

Swift & Company

En 1939, las acciones de esta empresa se vendieron a un precio de media de cerca de 21 dólares por acción. Al recibir 1,20 dólares de dividendos, su rendimiento medio fue del 5,70%. El activo corriente neto disponible para las acciones, incluyendo los intereses sobre esos activos de las filiales, fueron prácticamente iguales al precio de mercado. Los activos materiales totales fueron justo el doble que el precio del mercado.

La situación financiera de la empresa, en octubre de 1939, puede resumirse así:

Capitalización:

Bonos	36.000.000 \$
Acciones (5.920.000 acciones a 21)	124.000.000
Precio de venta total de la empresa	160.000.000
Activo corriente neto ¹	139.000.000
Activos material netos	286.000.000
Ventas, ejercicio fiscal de 1939	757.000.000
Neto por acción, ejercicio fiscal de 1939	10.322.000

¹ Excepto los intereses en las filiales no consolidadas.

A continuación, presentamos un registro resumido de la empresa desde principios del siglo XX, tal como se aplicaba el equivalente de las 25 acciones actuales.

Ejercicio	Ganado por acción ¹	Dividendo por acción ¹	Valor por acción del activo material neto ¹	Preci de mercado por acción ¹	Inversión total de los accionistas (incluyendo reservas voluntarias)
Ejercicios fiscales:					(millones)
1939	1,74 \$	1,20 \$	41,40 \$	21	250 \$
1900	2,19	1,67	22,45	(est) 21	22
Media de:					
Década 1930-1939	1,36	1,20	40,60	20 ¹ / ₄	244
Década 1920-1929	1,81	2,00	38,75	28 ¹ / ₂	233
Década 1910-1919	3,67	2,37	33,66	24 ¹ / ₂	120
Década 1900-1909	2,42	1,52	25,60	22	42
40 años, de 1900 a 1939	2,32	1,78	34,65	23 ³ / ₄	160

¹ Todas las cifras por acción anteriores a 1918 están ajustadas al 25% de los beneficios distribuidos de ese año.

Discusión: esta empresa es una de las principales dentro de uno de los mayores sectores industriales del país. De hecho, Swift & Co. lleva algunos años declarando un volumen de ventas mayor que ninguna otra corporación estadounidense. A lo largo de los cuarenta y dos años que abarcan de 1898 a 1939, la empresa ha pagado dividendos anualmente, excepto en 1937, y ha obtenido cada año, salvo en tres de ellos, beneficios netos. El capital de sus accionistas ha aumentado de 15.000.000 dólares en 1898 hasta 250.000.000 de dólares en 1939. Sin embargo, las acciones de

esta empresa se vendieron en 1939 (así como la media a lo largo de 1930 a 1939) por menos de la mitad de su inversión material y por no más del capital de los activos corrientes netos, todo ello sin tomar en cuenta las fábricas, los equipos de transporte, las marcas registradas y el fondo de comercio y otros activos. ¿Qué es lo que iba mal?

Si preguntamos por qué Wall Street no está dispuesto a pagar tanto por Swift & Co. como lo que está invertido en el negocio, la respuesta es simple. Los beneficios en la última década sobre este capital invertido han tenido una media de menos del 4%, y la tendencia de los beneficios en los últimos veinte años ha sido predominantemente descendente. Pero la verdadera pregunta es por qué estos factores poco favorables son suficientes como para bajar el valor de Swift a la mitad —si se compara el precio de mercado con los activos materiales— cuando todas las acciones de la Bolsa de Valores de Nueva York habían sido vendidas en conjunto por un 50% más del valor contable (como pasó a finales de 1938). Paralelamente a esta cuestión cabe preguntarse por qué el precio de la Swift & Co. estaba tan bajo como para tener una rentabilidad del 6%, con respecto a solo el 4% que rindieron entre 1930 y 1939 las acciones ordinarias en general (*cf.* El índice de *Moody's* que incluye 200 de las emisiones principales).

El bajo precio de Swift & Co. —en relación con los criterios de media de beneficios, dividendos y valor contable— es un ejemplo espectacular de la influencia dominante de la tendencia de los beneficios sobre la tasación del mercado de valores. Es obvio que el mercado aquí no se limitaba a reflejar una falta de entusiasmo por las perspectivas de la empresa. De hecho, se llegó a decir explícitamente en estos medios que se dudaba acerca de que la empresa ni siquiera pudiera llegar a ganar en el futuro tanto como la reducida tasa que había tenido durante la década de 1930 a 1939, y también se dudaba de que la tasa de 1,20 dólares de dividendos pudiera mantenerse, y se desconfiaba que la enorme inversión material fuese una garantía para asegurar la rentabilidad futura.

Por nuestra parte, hemos de expresar nuestras dudas sobre si la estimación que el mercado hace de Swift tiene el propósito de ponderar las probabilidades de futuro o de sopesar con detalle los pros y contras. La ausencia de una demanda en expansión de carne es, sin duda, un inconveniente. Pero ¿no sería mejor contrarrestarla con factores como (1) la permanencia y estabilidad de la industria de empaquetados; (2) el tremendo prestigio y poder financiero de toda la organización de Swift; (3) la consideración de que la industria cárnica ha sufrido pérdidas por las normativas del Gobierno y de que su bajo margen de ganancias y escasos beneficios obtenidos de inversiones auténticas pueden protegerla de los peligros políticos que amenazan a las industrias más lucrativas?

Desde este punto de vista, puede decirse que el ejemplo de Swift constituye una prueba nítida sobre la legitimidad de las actitudes de inversión que se dan en la actualidad. Nuestra crítica va dirigida no tanto al veredicto de Wall Street —que puede defenderse o rechazarse— sino a la corta perspectiva de su análisis. Suponiendo que Swift estuviera vendiendo a 7, como hizo en 1932 y 1933, la filosofía de Wall Street todavía reprobaría su compra como si fuera comprometerse con una «industria en declive». Pero no es cierto que *todos* los valores de un negocio desaparezcan en cuanto este deja de ampliarse. Por consiguiente, a un *determinado* precio una empresa «mala» como Swift debe ser una buena inversión, de la misma manera que a un determinado precio una «buena empresa» como Parke Davis tiene que ser una mala inversión. (Al lector podría interesarle el análisis comparativo de las dos empresas con fecha de diciembre de 1939.) Más aún, el verdadero negocio de Wall Street, como tasador y asesor en valores, debería ser el de determinar cuidadosamente el *peso relativo* del factor de crecimiento dentro del marco general de la empresa, en lugar de limitarse a realizar una clasificación rápida y fácil de cada empresa determinando como en el día del Juicio Final cuáles son los bendecidos para toda la eternidad o los condenados eternamente.

Por otra parte, hay que señalar que el informe de mercado de diez años de Swift & Co. es un desafío para sus gestores. Este plantea problemas que han de ser motivo de discusión entre los directivos y también con los accionistas. Seguramente unos gerentes tan capaces como los de Swift no deben darse por satisfechos salvo que solo con la inversión *material* ganen lo suficiente como para mantener un valor de mercado igual a esta inversión. Si las condiciones no lo permitieran, entonces deberían estudiarse objetivamente los factores subyacentes responsables de este resultado tan negativo, además de examinarse con detenimiento los posibles remedios y poner todo ello en conocimiento de los 59.000 propietarios del negocio.

Nota 46 (Capítulo 29)

Los estatutos sociales de muchas empresas del continente europeo establecen como norma ciertas reservas obligatorias, una de cuyas funciones es facilitar el mantenimiento de dividendos regulares. Estas reservas se acumulan de los beneficios anuales, aunque normalmente no alcanzan grandes proporciones. El poder de declarar dividendos normalmente reside en la junta general de accionistas que se celebra anualmente, aunque en el ínterin se realiza una provisión de dividendos.

En Inglaterra, la Ley de Sociedades Mercantiles no limita la función de declarar dividendos a la junta general de accionistas, pero la fórmula que recomienda la ley (Tabla A del estatuto) facilita este modo de declaración y generalmente en los artículos que regulan las asociaciones se estipula que «la empresa en junta general» o «los directivos con la aprobación de los accionistas» podrán declarar los dividendos anuales. Véase *Primera categoría, Tabla A de la Ley de Sociedades Mercantiles*, 1929, 19 y 20 Geo V. Cap. 23. Puede encontrarse una exposición sobre la ley y las políticas de dividendos británicas en *Palmer's Company Law*, 13^a ed., pp. 222-223, 628, Londres, 1929.

Los siguientes extractos de cuentas resumen con más detalle la información relativa a las políticas de dividendos de ciertas corporaciones extranjeras —que se encuentran en el capítulo 48— así como el registro que se hizo posteriormente de cada uno.

1. Royal Dutch Co. por los trabajos en pozos de petróleo de las Indias Holandesas, durante el período de 1920 a 1938, inclusive:

(a) Disponible para acciones ordinarias	Fl. 1.530.396.000
(b) Pagado por las acciones ordinarias	Fl. 1.497.293.000
(c) Porcentaje de beneficios distribuidos como dividendos	97,84

2. Siemens & Halske A. G., durante el período de 1925 a 1938, inclusive:

(a) Beneficio neto	Rm. 150.893.000
(b) Dividendos	124.419.000
(c) Prima de los directivos según estatuto	3.458.000
(d) Reservas especiales ¹	25.550.000
(e) Saldo	2.534.000(d)

¹ Incluyendo 3.000.000 Rm. para un fondo social.

3. British-American Tobacco Co., Ltd., durante los ejercicios fiscales con cierre el 30 de sept., desde 1921 hasta el 30 de sept. de 1938, inclusive:

(a) Beneficio neto de acciones ordinarias	£91.934.000
(b) Dividendos de acciones ordinarias	87.240.000
(c) Porcentaje de beneficios distribuidos como dividendos	94,9

4. En el caso de General Electric Co., Ltd., se había seguido en apariencia la política estadounidense de retener una buena parte de los beneficios. La mayor

parte de estas ganancias excedentes, sin embargo, se llevaron a la «cuenta de reservas». Las siguientes cifras resumen el período de 1925 hasta el 31 marzo de 1939.

(a) Beneficio neto	£10.433.000
(b) Dividendos preferentes	3.468.000
(c) Dividendos de acciones ordinarias	4.521.000
(d) Asignación para reservas	1.847.000
(e) Saldo en patrimonio neto	597.000

Nota 47 (Capítulo 31)

Para mayor información sobre los resultados del examen realizado por el equipo de la CNMV sobre una cantidad importante de empresas de gestión de inversiones, durante el período de 1927 a 1937, el lector puede examinar el Documento de la Cámara de Representantes n.º 70, 76º Congreso, 1ª sesión (Washington, 1939) de *The Statistical Survey of Investment Trusts and Investment Companies*, especialmente las pp. 463-493, 833-937. En general, el método de análisis empleado por el equipo de la CNMV fue comparar las fluctuaciones de los activos netos (sin deducir la deuda consolidada)⁴⁸⁰ de las empresas de inversión con las fluctuaciones del índice de Standard Statistics de 90 acciones ordinarias, y con un título combinado relativo, calculado para facilitar una mayor equivalencia con los fondos de inversión, debido a que estos últimos no limitan sus recursos solo a las acciones ordinarias.

Las siguientes generalizaciones de los resultados de este estudio que citamos proceden de las pp. 904-906 del Documento de la Cámara de Representantes que citamos anteriormente:

«El análisis de este apéndice indica que en sí muchas empresas de gestión de inversiones propiamente dichas [...] funcionan como un índice de acciones ordinarias en el que solamente unas pocas empresas mejoran su rendimiento. La única tendencia importante que se desvía del índice parece proceder, aparte de las acciones ordinarias, del resultado de las inversiones y del incremento proporcional de este tipo de inversiones durante los años en que los precios de las acciones bajaron, y de la reducción de estas inversiones durante los mercados al alza. No hay

⁴⁸⁰ Se eliminó el efecto de las recompras por parte de las empresas de sus propios productos financieros a un precio por debajo de los valores de los activos. También se hicieron ajustes en los repartos de los accionistas de las empresas de inversión y de los componentes de grupos representativos o en las medias con las que se comparó la situación del grupo de empresas.

ninguna evidencia de que muchas empresas hayan podido tener de manera regular mejores resultados que los que muestra el índice cada año. El análisis indica que el resultado neto de la interacción de todos los rendimientos determinantes era simplemente el rendimiento de las acciones ordinarias principales, tal y como aparecen en cualquier índice. Si el rendimiento de las empresas de inversión es sencillamente el de las acciones ordinarias que se cotizan en Bolsa, seleccionadas aleatoriamente, es algo que no puede decir el presente análisis. El rendimiento típico de las empresas de inversión podría ser bastante mejor que el de las acciones, que se obtiene mediante una selección estrictamente al azar, aunque el resultado implicaría que las acciones representadas en el índice también evolucionan mejor que las acciones seleccionadas al azar [...]

»Por lo tanto, puede concluirse con bastante seguridad que todo el grupo de empresas de gestión de inversiones propiamente dicho [al contrario del ejemplo que hemos estudiado aquí] no lograron tener mejores resultados que un índice de acciones ordinarias principales y que probablemente los tuvieron algo peores que el índice del período de 1927 a 1935 [...]

Con respecto a los fondos de inversión fijos y semifijos [...] el rendimiento típico durante el período de 1930 a 1935 estaba por debajo de los rendimientos del índice, aunque apenas por un pequeño margen. Prácticamente todos los fondos de inversión fijos y semifijos invirtieron sus activos en acciones ordinarias y, en consecuencia, su rendimiento fue peor en aquellos años en los que los precios de las acciones bajaron, y mejor, en los años en que los precios subieron, que las empresas de inversión propiamente dichas [...] Teniendo en cuenta todos los factores, es dudoso que los fondos de inversión fijos tuvieran peores resultados durante el período de 1930 a 1935 que la media de las empresas de gestión de inversiones propiamente dichas.»

Rendimiento de las seis mayores empresas de inversión de 1934 a 1939 y de 1936 a 1939

Empresa	Valor de activo por acción, 31 dic.			Beneficios distribuidos		% de beneficio global en valores	
	1933	1935	1939	1934-1939	1936-1939	1934-1939	1936-1939
Atlas Corp.	11,03 \$	5,25 \$	12,80 \$	2,90 \$	2,60 \$	42,4	1,0
Acciones con dividendos	1,21	1,56	1,28	0,54	0,39	50,4	7,1
Incorp. Investors	17,99	20,86	16,34	9,93	6,66	46,0	10,3
Lehman Corp.	26,84	37,10	32,72	9,72	8,00	54,4	9,8
Mass. Invest. Trust	17,70	24,03	20,98	6,39	4,91	54,5	7,9
State St. Investment	65,34	92,30*	71,81	39,30	36,00	70,6	16,8
Standard Statistics 420				(est.)	(est.)		
Índice de acciones	71,0	96,8	94,3	24,0	18,3	66,6	16,3

* Ajustado.

La siguiente tabla analiza los resultados de las seis empresas de inversión más importantes (con fecha 31 de dic., 1939) durante períodos de 4 y 6 años que finalizan en la mencionada fecha. Los resultados globales se comparan con las acciones del índice 420 de Standard Statistics, que es el más amplio. El retomo de dividendos en este índice es estimado, algo arbitrariamente, en igual porcentaje que el de la media del Dow-Jones industrial en esas fechas. Puede observarse que las tenencias de efectivo se mueven inversamente a la media, lo que sugiere que las empresas tienden a comprar en mercados al alza y a vender en mercados a la baja.

Fecha	Media del Dow-Jones industrial	Efectivo y bonos de EEUU en posesión de 12 empresas de inversión ¹
30 sept., 1937	154,5	35.057.000 \$
31 mar., 1938	99,0	82.796.000
31 dic., 1938	154,8	27.093.000
30 jun., 1939	130,6	35.858.000
30 sept., 1939	152,5	23.775.000

¹ Las empresas son: Adams Express, Blue Ridge, Equity Corp., General American, Incorporated Investors, Lehman Corp., Niagara Share, Quarterly Income Shares, Selected Industries, Tri-Continental, U. S. & Foreign Securities, U. S. & International Securities.

Nota 48 (Capítulo 32)

La diferencia entre el método de valoración de inventario normal para calcular el coste de existencias vendidas y el método del «última entradas, primeras salidas» (LIFO) quedan ilustrados en el siguiente ejemplo hipotético:

Una empresa comienza con 10.000.000 de libras de cobre, compra 10.000.000 de libras cada año durante tres años y vende 10,000.000 de libras al año a 2 céntimos de adelanto por encima del mercado. El coste inicial y el precio de mercado es de 10 céntimos; el coste promedio y el precio final es de 15 céntimos el primer año, de 5 céntimos el segundo y de 10 céntimos el tercero.

Obviamente, la empresa finaliza donde comenzaron las existencias y ha ido teniendo un beneficio continuo de 2 céntimos por libra. El sentido común aseguraría que la empresa ha hecho 200.000 dólares (brutos) al año. Pero el método contable normal mostraría un beneficio de 700.000 dólares el primer año, una pérdida de

800.0 dólares el segundo año y un beneficio de 700.000 dólares el tercero. En los años anteriores a 1939, cuando no estaba permitido arrastrar pérdidas anteriores, la empresa habría estado sujeta a un impuesto sobre sociedades de 1.400.000 dólares. Con la ley de 1939, y empleando el método normal, la base imponible durante el periodo hubiera sido de 700.000 dólares —el «beneficio» del primer ejercicio— y después de ese nada.

Sin embargo, con el método LIFO el beneficio que habría resultado sería de

200.0 dólares anuales —una cifra sensata— y el impuesto sobre sociedades que se pagaría sería sobre esta cantidad.

Los cálculos realizados son los que se muestran en la siguiente tabla.

Método normal

	Primer año	Segundo año	Tercer año
Ingresos por venta de bienes	1.700.000 \$	700.000 \$	1.200.000 \$
Coste de bienes vendidos:			
Inventario inicial	1.000.000	1.500.000	500.000
Compras	1.500.000	500.000	1.000.000
	2.500.000	2.000.000	1.500.000
Menos existencias al cierre (coste más bajo o del mercado)	1.500.000 1.000.000	500.000 1.500.000	1.000.000 500.000
Ganancias brutas	700.000 \$	Pérdida 800.000 \$	700.000 \$

Método LIFO (Last-in,First-out)

Ingresos por venta de bienes	1.700.000 \$	700.000 \$	1.200.000 \$
Coste de bienes vendidos: (lo mismo que las compras a lo largo del ejercicio)	1.500.000	500.000	1.000.000
Ganancias brutas	200.000 \$	200.000 \$	200.000 \$

Nota 49 (Capítulo 32)*Ilustración del método de valoración de inventario normal*

El funcionamiento de los diversos métodos de valoración de inventario se muestra en las cifras adjuntas que cubren el período de diez años, de 1930 a 1939, de las operaciones de la Plymouth Cordage Co. Antes de 1932 se seguía una política de alguna manera arbitraria, bajo la cual se creó una importante reserva en 1929 que fue absorbida en el siguiente ejercicio quedándose sin ella hasta 1932. En este año y en el siguiente se adoptó una política de rebajar el precio de todas las existencias a los precios de 1932. En 1935 la reserva se mantuvo intacta aunque tampoco se necesitara completamente. Al principio de 1936 la empresa adoptó el método de la valoración de inventario normal y aplicó una parte suficiente de reserva para reducir las existencias mínimas para operar en el nivel de precios más bajo con que se había funcionado anteriormente.

Plymouth Cordage Company (en miles)

Fecha o ejercicio terminado el 30 de sept	Cifras de inventario			Beneficios netos por año		
	Antes de la reserva ¹	Después de la reserva de la empresa	Después de regulación de inventario ²	Antes de ajustes de reserva	Después de ajustes de reserva	
					Como lo hizo la empresa	Según requiere el método normal de inventario
1929	8.059 \$	7.110 \$	4.297 \$			
1930	6.008	6.008	4.367	658(d) \$	288 \$	1.463 \$
1931	4.011	4.011	3.292	25	25	943
1932	3.150	3.150	3.102	233(d)	233(d)	444
1933	3.473	3.143	3.238	486	157	294
1934	5.144	4.471	4.722	619	276	432
1935	4.030	3.358	3.503	475	475	370
1936	5.191	4.193	4.193	892	466	320
1937	5.315	3.291	3.291	1.195	269	269
1938	4.849	3.877	3.877	1.066(d)	9(d)	9(d)
1939	4.635	3.457	3.457	336	130	130
Media de 10 ejercicios				207 \$	184 \$	466 \$

1 Al menor del coste y valor de mercado.

2 Las cifras de 1929-1935 nos fueron facilitadas por cortesía de Plymouth Cordage Co.

Esta tabla nos muestra cómo hubiera funcionado el método del inventario normal de haberse seguido durante diez años, en comparación con los resultados que actualmente publicaba la empresa. El hecho más significativo es que la técnica del método normal hubiera reducido enormemente las fluctuaciones de beneficios y también habría dado como resultado unos beneficios acumulados mucho más altos durante ese período. La razón para esto último es que los resultados tal y como se publicaron mostraban que se absorbía una reducción considerable de las existencias a 30 de septiembre de 1929, además de la reserva que se creó en esa fecha. Estas cifras nos sugieren que la Plymouth Cordage Co. hubiera tenido un informe financiero excelente durante los años de la depresión de 1930 a 1932 si se hubiera aplicado en ese tiempo el método de valoración normal (véase nuestro análisis basado en los informes publicados en el capítulo 45). Obsérvese también la relativamente pequeña variación en las existencias netas después de la reserva normal de inventario, en comparación con las cifras ajustadas.

Nota 50 (Capítulo 32)

Entre el 1 de enero de 1929 y el 31 de enero de 1933, la Interstate Department Stores Inc. adquirió 30.000 acciones ordinarias a un coste medio de 20, 62 dólares por acción. En la última fecha redujo en sus libros el valor contable a 5 dólares por acción, haciendo un cargo de 468.869 dólares a cuenta del patrimonio neto, y reservó 20.000 acciones para los acuerdos de compensación de los directivos durante los años siguientes. Durante los tres años fiscales anteriores al 31 de enero de 1937, la empresa emitió 12.432 de estas acciones para los directivos e imputó a las cuentas de ingresos el coste de estos servicios de gestión a una cuota de 5 dólares por acción, aunque habían costado a la empresa considerablemente más y en los días de la emisión se vendieron en el mercado a unos precios muy por encima de 5 dólares por acción.

Ejercicio fiscal terminado el 31 enero	Beneficio neto declarado¹	Beneficio neto en base al coste medio²	Beneficio neto en base al valor de mercado³	Beneficio neto según los criterios de efectivo
1935	468.350 \$	418.991 \$	442.675 \$	453.095 \$
1936	446.650	402.445	423.718	432.080
1937	882.002	781.378	715.997	852.438

1 Después de cargar las acciones a 5 dólares cada una.

2 Beneficio con las acciones a la media de su coste original.

3 Beneficio con las acciones al valor del mercado en las fechas en que se repartieron entre los directivos.

4 Beneficio con la cantidad de indemnizaciones de efectivo a las que los directivos tenían opción de recibir en lugar de las acciones.

La tabla anterior revela el efecto de estas transacciones sobre el rendimiento publicado, según se mostraba en el informe de la compañía fechado el 13 de mayo de 1937.

Nota 51 (Capítulo 33)

En el siguiente resumen se muestran los puntos más importantes de las diferencias que pueden surgir entre el beneficio empresarial sujeto al impuesto sobre sociedades y el beneficio neto del que se informa a los accionistas. Estos están basados en la Ley Tributaria de 1939.

	Diferencias que <i>aumentarán</i> los beneficios sujetos al impuesto sobre sociedades	Diferencias que <i>disminuirán</i> los beneficios sujetos a impuestos
I. Partidas no incluidas en el estado de resultados con fines tributarios	<p>Pérdida de capital a corto plazo para el ejercicio ordinario</p> <p>Seguro de vida para ejecutivos</p> <p>Rebaja del precio en el mercado de los productos financieros poseídos</p>	<p>85% de los dividendos internos percibidos</p> <p>Intereses percibidos por bonos del Estado y municipales</p>
II. Partidas que generalmente se presentan en la cuenta de patrimonio neto, que están incluidas en la declaración de impuestos	<p>Beneficio por la venta de activos de capital</p> <p>Ganancias percibidas aplicables a ejercicios anteriores</p> <p>Beneficio de ciertas ventas de acciones</p>	<p>Pérdida de capital a corto plazo por la venta de activos de capital</p> <p>Gastos de creación para ser amortizados en ejercicios posteriores</p> <p>Primas y descuentos pendientes de amortización sobre bonos retirados</p> <p>Pérdidas en ciertas ventas de acciones</p> <p>Amortización de los bonos con descuento del ejercicio ordinario, previamente cancelados en su totalidad, a cuenta del excedente</p>
III. Partidas que no aparecen en las ganancias declaradas o en la cuenta de patrimonio neto del ejercicio actual		<p>(Algunas) pérdidas netas aplazadas del ejercicio precedente o del siguiente al ejercicio precedente</p> <p>(Algunas) pérdidas de capital a corto plazo aplazadas del ejercicio precedente</p>

IV. Otras diferencias:

- A. La depreciación y amortizaciones puede computarse mediante métodos diferentes en la declaración de impuestos y en los informes hechos públicos.
- B. La cantidad del impuesto puede reducirse en virtud de la renta y de impuestos similares que se paguen fuera de Estados Unidos.

Nota 52 (Capítulo 35)

A continuación, exponemos tres ejemplos de la exclusión en la cuenta de resultados de una parte de la dotación de amortización.

Ejemplo A: Pennsylvania-Dixie Cement Co. Esta empresa, con fecha 1 enero, 1937 creó una reserva especial de 9.373.000 dólares (mediante un cargo al capital) con el fin de reducir el valor contable de sus instalaciones a una cifra que eliminara la subida del precio realizada cuando la empresa se fundó en 1926. (La cifra de capital, a su vez, había sido creada por una reducción arbitraria —de 100 dólares a 25 dólares— del valor contable del capital pasivo de 7 dólares de dividendos de preferentes sin valor nominal.) En 1936 el gasto de amortización había sido de 1.376.661 dólares, pero en 1937 la empresa imputó para este concepto solo 585.000 dólares como renta y un saldo de 744.000 dólares a cuenta de la reserva especial. El resultado de estas entradas era registrar los gastos fijos devengados con un margen muy pequeño en 1937 y 1938, mientras que con las bases antiguas hubiera habido una pérdida antes de la deducción de los intereses.

En este caso estaría justificado una dotación de amortización más baja, ya que esta se destina al coste original de la planta en lugar de al valor apreciado. Hubiera sido más sencillo si la empresa simplemente hubiese reducido el valor contable del activo fijo y después de eso hubiera hecho un solo cargo por amortización en las bases más bajas. La retención de la cifra más alta de las instalaciones en libros, sujeto a la reserva especial, podía haber estado motivado por un deseo de justificar la capitalización prioritaria mayor en bonos y acciones preferentes.

Ejemplo B: Symington-Gould Corp. En 1938 esta empresa cargó a cuenta de beneficios en concepto de amortización 168.000 dólares y una suma adicional de 165.000 dólares a cuenta de una reserva para la «reducción de los valores de activo». Más o menos lo mismo se hizo en 1937. La reserva original, establecida a principios de 1937, fue de cerca de 880.000 dólares en comparación con un activo fijo de 7.500.000 dólares.

Esta disposición difiere del ejemplo de Penn Dixie Cement porque proporcionalmente la reserva es mucho más pequeña, aunque es suficiente para cubrir gastos de amortización extra por unos cinco años. Mediante esta maniobra se redujo moderadamente en el balance el activo fijo neto, mientras que por otra parte el gasto de amortización se redujo a la mitad.

Ejemplo C: Climax Molybdenum Co. Durante 1938 esta empresa minera cargó a cuenta de beneficios 20.000 dólares en concepto de agotamiento (esto en base al coste de la mina) y la importante suma de 2.341.000 de dólares en el balance en concepto de agotamiento a cuenta del «incremento descubierto».

Obviamente, el cargo por agotamiento en la cuenta de resultados no tiene ningún significado para el inversor. El cargo a cuenta del «incremento descubierto» es útil como indicador de la vida restante de la

mina —cerca de veintinueve años en 1938—, sujeta a nuevos desarrollos. Obsérvese que el gasto de la empresa está calculado con respecto a un valor estimado de cerca de 72.000.000 por la mina, mientras que la media del precio de alrededor de 47 por las acciones de 1939 es equivalente a una valoración de aproximadamente 111.000.000 por la mina. Por consiguiente, el cargo por agotamiento realizado por el analista, basándose en los valores de mercado, sería más alto que aquel realizado por la empresa contra el patrimonio neto.

Puede afirmarse que al tratarse de una vida de treinta años, debe hacerse un fondo actualizado a interés compuesto, reduciendo sustancialmente de ese modo la provisión para el agotamiento anual. Teniendo en cuenta las numerosas incertidumbres que envuelven una empresa minera de riesgo, sería sensato seguir el método «lineal» de tal manera que se estableciera un cierto margen de seguridad contra posibles eventualidades.

Nota 53 (Capítulo 37)

En la edición de 1934 de este libro con respecto a este tema proponíamos que, en el caso de la empresa A, el analista «debería considerar el valor razonable en términos de una media de beneficios de 4 dólares por acción, multiplicada por un coeficiente que podría llegar hasta 16. Esto daría como resultado un valor de cerca de 65». En la actualidad nuestra manera de ver esta cuestión se aparta de aquel punto de vista en dos sentidos: (1) el aumento del multiplicador de 16 a 20 y (2) la aceptación en este caso de los beneficios del ejercicio más reciente en lugar de la media, como medida de la capacidad de beneficios.

Consideramos que el aumento del multiplicador se da de forma natural por la persistencia de unas tasas de interés de los bonos mucho más bajas de lo que había sido la norma antes de 1934. (A principios de 1940 la media de rendimiento en los bonos A1 de Standard Statistics era del 2,78% con respecto al 4,67% de 1933 y al 4,78% de 1929. Para más ampliación acerca de nuestra nueva sugerencia de un multiplicador de 20, véase la nota 57 del Apéndice, página 931).

Al permitir a veces el uso de los beneficios del ejercicio más reciente en lugar de la media, hemos dirigido nuestro punto de vista hacia una posición más liberal. La razón es que en una ulterior consideración nos pareció que los beneficios del presente (o del último) ejercicio eran más relevantes de cara al futuro y, por ello, constituían una medida de rentabilidad más realista, en los casos en que (1) estos no están asistidos

por condiciones de negocio inusualmente buenas, (2) ha habido una tendencia pronunciada hacia arriba y (3) las perspectivas a largo plazo son favorables.

Nota 54 (Capítulo 37)

En este punto, en la edición de 1934 aportábamos los siguientes ejemplos:

«*Ejemplo.* Veamos la situación que presentaba la empresa Mack Trucks, Inc. en 1933 cuando las acciones se vendían a un precio extremadamente bajo en relación tanto con el valor de los activos como con la media de beneficios. Cuando se hizo público el informe anual en marzo de 1933, las acciones ordinarias se vendían a 15 dólares cada una. El informe declaraba un *activo neto disponible* para acciones ordinarias de 12 dólares por acción y un *activo circulante neto* de 40 dólares por acción. El registro de beneficios se muestra en la tabla siguiente.

»De lo mencionado anteriormente puede observarse que la acción se vendía en marzo de 1933 ligeramente por encima de un tercio del activo circulante neto por acción y un poco más del doble de la media de los beneficios por acción.

»Esta empresa era una de las más grandes de un importante sector, así que había razones de sobra para esperar que podría ser de nuevo capaz de obtener un beneficio razonable de su capital invertido. Pero el precio bajo de Mack Trucks presentaba otra anomalía. El declive del estado de sus inversiones en el ferrocarril se había debido principalmente al crecimiento de la competencia en el sector de los motores para camiones y al temor extendido de que dicha competencia continuaría atrayéndose parte del mercado del transporte por ferrocarril. Bajo esta premisa las probabilidades a largo plazo para los fabricantes de camiones de carga pesada parecían inusualmente buenas. Por eso, para el analista, ese precio tan extremadamente por debajo de lo normal de las acciones de Mack Truck era considerado en cierto modo ilógico.»

Ejercicio	Disponible para acc. ordinarias	Por acción	Beneficios distribuidos
1932	1.480.000 \$(d)	2,19 \$(d)	1,00 \$
1931	2.150.000(d)*	2,90(d)*	2,25
1930	2.008.000	2,67	5,50
1929	6.841.000	9,05	6,00
1928	5.915.000	7,83	6,00
1927	4.707.000	6,60	6,00
1926	7.716.000	10,81	6,00
1925	8.331.000	13,64	6,00 y 50% en acciones
1924	5.083.000	11,97†	6,00
1923	5.866.000	13,81†	5,00
Media	4.284.000	7,13	

* Antes de una extraordinaria reducción del valor contable de herramientas, etc. a 1 dólar.
† Ajuste del 50% de los beneficios distribuidos en acciones, 31 dic., 1925.

Consecuencia y análisis de la cuestión: Las posteriores evoluciones de la situación de Mack Trucks pueden resumirse en la tabla siguiente:

Ejercicio	Ganado por acción	Beneficios distribuidos	Rango de precios
1933	1,42(d)	1,00	46 ³ / ₈ -13 ¹ / ₂
1934	0,03	1,00	41 ³ / ₄ -22
1935	0,66(d)	1,00	30 ³ / ₄ -18 ⁵ / ₈
1936	2,41	1,50	49 ¹ / ₄ -27 ³ / ₈
1937	2,15	1,25	62 ¹ / ₄ -17 ³ / ₈
1938	1,56(d)	0,25	32 ¹ / ₂ -16
1939	1,14	0,50	33 ³ / ₄ -18

Es muy evidente que la expectativa de un rendimiento de beneficios adecuado no llegó a hacerse efectiva. Las razones parecen haber estado relacionadas, primero con una falta de la actividad sostenida en bienes de equipos industriales y, segundo, con una caída de la posición de Marck dentro de su propio sector.

Teniendo en cuenta el bajo nivel de precios que prevalecía a principios de 1933, no sorprende que una compra a 15 dólares de Marck Truck hubiera sido rentable. Pensamos que de este ejemplo se puede extraer una doble moraleja: (1) la visión del analista por lo que respecta al futuro de la

empresa puede resultar erróneo, ya sea por poco sentido común o por otras razones. (2) Forma parte del método del analista, protegerse lo más posible de los imprevistos pidiendo un amplio margen de seguridad sobre el precio pagado por la acción ordinaria.

Nota 55 (Capítulo 37)

Comportamiento posterior de las acciones del sector de cervecerías emitidas entre 1933 y 1934

Gracias a un estudio realizado acerca de todas las emisiones de acciones entre 1931 y 1934, ha sido posible obtener los precios ofrecidos y los valores existentes desde finales de 1938. La mayor parte de los datos de la oferta inicial fueron extraídos de la publicación *Commercial and Financial Chronicle*. A continuación presentamos el resumen de los resultados de 72 empresas. Los valores agregados en dólares se derivan del número de acciones ofrecidas en cada caso y no de la capitalización total.

Precio de 31 dic., 1938 frente a precio de oferta	Número de empresas	Valor total de las acciones ofrecidas ¹	
		Al precio de oferta	Al precio de 31 dic., 1938
Emisiones de venta más alta	9	6.211 \$	12.555 \$
Emisiones de venta más baja	62	30.533	5.918
Emisiones de venta al mismo precio	1	346	346
	72	37.090 \$	18.819 \$

¹ En miles.

Nota 56 (Capítulo 38)

Describimos a continuación una serie de discrepancias en los precios relativos de los títulos de Interborough Rapid Transit Co. (Nueva York) para ejemplificar las ocasiones en que el análisis financiero puede definir aquellas características que se presentan de forma periódica en los mercados de valores.

1. En noviembre de 1919, los bonos y acciones preferentes al 4½% de Interborough Rapid Transit Co. se vendieron ambos a 13 dólares. El pago de los bonos (de una serie llamada Interborough-Metropolitan con cupón del 4½%) se atrasó y la empresa entró en una

administración judicial por suspensión de pagos. Los obligacionistas adquirieron el derecho a reclamar todos los activos, que tenían un valor sustancial; y los accionistas se quedaron sin capital de ningún tipo. En la reorganización posterior que llevó a cabo la empresa desaparecieron por completo las acciones preferentes y ordinarias, mientras que los obligacionistas al 4½% recibieron nuevos títulos que valían considerablemente más que el 13% del importe nominal de los bonos.

2. En enero de 1920, los pagarés al 7% de Interborough Rapid Transit Co., con vencimiento en septiembre de 1921, se vendieron a 64½, mientras que la serie primera y con reembolso, con cupón del 5% y vencimiento en 1966, se vendió a 43¼. Cada pagaré al 7% fue garantizado por un depósito de aproximadamente 1.562 dólares de bonos al 5%, que eran convertibles en unos 1.144 dólares de bonos al 5%. En precios relativos, los pagarés eran bastante más atractivos que los bonos porque: (a) disfrutaban de mayor seguridad; (b) proporcionaban un gran rendimiento; y (c) su opción de conversión permitía al propietario dar beneficios con cualquier aumento del precio de los bonos al 5%.

Los pagarés se prolongaron durante un año al 8% y, en 1922, se ofreció a sus poseedores 100 dólares en efectivo y 900 dólares en pagarés garantizados al 7%, pagarés convertibles, con vencimiento en 1932. Los que no aceptaron ninguna de estas ofertas podían obligar a la empresa al pago total. Un cambio de la serie con cupón del 5% a la serie con cupón del 7%, a los precios que se indican anteriormente, hubiera mostrado un beneficio sustancial en varias ocasiones tanto en 1921 como en 1922.

3. A principios de 1919, las acciones de Interborough Rapid Transit Co. Se vendieron repetidamente a un precio más elevado que el de la serie de acciones con «Garantía modificada» de Manhattan Ry. Co. (por ejemplo, en marzo de 1929, a 55½ de I.R.T. frente a los 54 de Manhattan Mod. Gty.). Esta relación de precios era ilógica por las siguientes razones:
 - a. Las acciones «Manhattan modificadas» daban derecho a dividendos acumulativos anuales del 5% y a un pago del 6¼ acumulado, antes de que las acciones de Interborough percibieran nada.
 - b. Las acciones «Manhattan modificadas» tenían un derecho adicional a recibir un total del 7% en el caso de que Interborough recibiera e) 6%.
 - c. Los accionistas de Interborough no podían percibir más del 1% antes de 1950.

d. De hecho se estaba pagando un 5% en dividendos sobre Manhattan, mientras que Interborough no estaba percibiendo nada.

Debería haber sido obvio que los accionistas de Manhattan iban a recibir con toda certeza por lo menos un dividendo tan alto como los accionistas de Interborough en los próximos veintiún años. En agosto de 1929, la disparidad en el precio era correcta, ya que las acciones «Manhattan modificadas» se vendieron 16 puntos más que las de Interborough (39½ contra 23).

4. En octubre de 1933, los bonos al 5% de I.R.T. y los pagarés al 7% se vendieron a 65. Esta disparidad se trató en el capítulo 1 y también nos referimos a ella en el capítulo 51.
5. En diciembre de 1932, las acciones «sin modificar» de Manhattan Ry. se vendieron a 18 mientras que las acciones «modificadas» se vendieron a 6⅝. Originalmente, las acciones daban derecho a unos dividendos del 7% garantizados incondicionalmente por Interborough. Las acciones modificadas estaban sujetas a un acuerdo bajo el cual el pago de dividendos estaba condicionado a los beneficios. Sin embargo, el plan de modificación de la empresa (adoptado en 1922) establecía que en el caso de que la Interborough incurriera en impagos de impuestos e intereses de bonos, estando bajo el contrato de arrendamiento de Manhattan, se restablecerían las condiciones originales de la garantía con respecto a las acciones modificadas. La Interborough entró en administración judicial por quiebra, por lo que el impago del alquiler a Manhattan era bastante probable (y pronto se hizo realidad). Por todo ello, a la luz de los hechos, la relación entre el precio de las dos clases de acciones de Manhattan se veía injustificada.

Bajo el plan de compra de la ciudad de Nueva York, que se consumó en 1940, se cedieron sin modificar por bonos de la ciudad a 35 dólares y las modificadas por bonos a 19 dólares. Lo mismo que en el caso de las emisiones de I.R.T. con cupón del 5% y del 7%, que parece que se sacrificaron los derechos legales por una cuestión de conveniencia.

Nota 57 (Capítulo 39)

En nuestra edición de 1934 sugerimos que la media de *dieciséis veces* los beneficios debería ser la valoración máxima para la inversión

de una acción ordinaria. El multiplicador de 20, que ahora sugerimos, refleja por supuesto las tasas más bajas de interés de los préstamos a largo plazo. Puede objetarse que una caída en las tasas del interés nominal de un $4\frac{1}{2}\%$ a un $2\frac{3}{4}\%$ justificaría un incremento del multiplicador de las acciones ordinarias de dieciséis veces a aproximadamente veinticinco.

Sin embargo, nos gustaría destacar dos peligros muy particulares que surgen al incrementar el PER a un ritmo parecido al de la bajada de las tasas de interés: el primero es que, cuando el multiplicador aumenta, mayor es el número de años que el inversor debe tomar en cuenta en un futuro antes de estar completamente seguro de comprar. Un comprador que emplee la media de diez veces los beneficios podría prever que obtendría de nuevo ese dinero a través de beneficios en un período no demasiado largo de tiempo, después del cual podría pensar que su operación «va como la seda». Esto es un planteamiento muy corriente para un negocio de riesgo y resulta útil en algunos aspectos de la inversión de acciones. Sin embargo, según va aumentando el multiplicador, o el ratio de beneficios desciende, este período de tiempo puede prolongarse más allá de lo que la paciencia del inversionista le permite esperar y también más allá de su habilidad para predecir el futuro. De esa manera el inversor acaba dependiendo del mercado de acciones para «mantenerse intacto» o de los incrementos de beneficios para acelerar el proceso de pago.

La segunda objeción está basada en la posible relación entre los tipos de interés y los beneficios futuros sobre el capital invertido. Es algo más que probable que, si los tipos de interés bajan de manera constante, la tasa de ganancias de la inversión también caerá. Por eso, un multiplicador muy liberal aplicado a los beneficios pasados puede ser poco aconsejable, porque estos beneficios todavía no han reflejado todas las consecuencias de la caída a largo plazo del tipo de interés.

Nota 58 (Capítulo 39)

Adjuntamos aquí las tablas que utilizamos en la edición de 1934 para ilustrar varios tipos de compras de acciones ordinarias.

**Grupo A: acciones ordinarias especulativas por sus elevados precios
(cifras ajustadas para reflejar los cambios en la capitalización)
en julio de 1933**

Partida	National Biscuit	Air Reduction	Comercial Solvents
Cantidad devengada por acción ordinaria:			
1932	2,44 \$	2,73 \$	0,51 \$
1931	2,86	4,54	0,84
1930	3,41	6,32	1,07
1929	3,28	7,75	1,45
1928	2,92	4,61	1,22
1927	2,84	3,58	0,84
1926	2,53	3,63	0,69
1925	2,32	3,33	0,37
1924	2,18	2,81	0,45
1923	2,02	4,14	0,02(d)
Media de 10 años	2,68 \$	4,34 \$	0,74 \$
Acciones preferentes	(248.000 acc. @ 140)		
	35.000.000 \$		
Acciones ordinarias	(6.289.000 acc. @ 53)	(841.000 acc. @ 90)	(2.495.000 acc. @ 30)
	333.000.000	76.000.000 \$	75.000.000 \$
Capitalización total	368.000.000 \$	76.000.000 \$	75.000.000 \$
Inmovilizado material neto 12/31/32	129.000.000 \$	29.200.000 \$	8.700.000* \$
Activo circulante neto 12/31/32	36.000.000	9.800.000	6.000.000
Media de beneficios sobre el precio de las acciones ordinarias	5,1%	4,8%	2,5%
Beneficios máximos sobre el precio de las acciones ordinarias	6,4%	8,6%	4,8%

* A ello habría que añadir un fondo para las instalaciones y equipos cuyo valor contable se redujo en los libros a 1 dólar. En 1929 estos activos fijos se valoraron en cerca de 3.000.000 de dólares netos.

**Grupo B: Compra especulativa de acciones ordinarias a causa
de un registro irregular en julio de 1933**

Partida	B. F. Goodrich (Rubber)	Gulf States Steel	Standard Oil of Kansas
Devengado por acción ordinaria*:			
1932	6,75 \$(d)	3,94 \$(d)	0,23 \$ †
1931	8,01(d)	5,89(d)	1,95(d)
1930	8,55(d)	4,84(d)	1,19
1929	4,53	5,93	4,73
1928	1,50	6,28	0,91
1927	17,11	4,93	2,59(d)
1926	4,15(d)	5,28	0,51
1925	23,99	7,17	1,54
1924	11,10	7,48	1,50(d)
1923	0,88(d)	12,79	0,88(d)
Media de 10 años	2,99 \$	3,52 \$	0,22 \$
Bonos (a la par)	43.000.000 \$	5.200.000 \$	
Acciones preferentes	(294.000 acc. @ 38)	(20.000 acc. @ 50)	
	11.200.000	1.000.000	
Acciones ordinarias	(1.156.000 acc. @ 15)	(198.000 acc. @ 28)	(269.000 acc. @ 20)
	17.300.000	5.600.000	5.380.000 \$
Capitalización total	71.500.000 \$	11.800.000 \$	5.380.000 \$
Inmovilizado material neto 12/31/32	105.300.000	27.000.000	5.290.000
Activo circulante neto 12/31/32	43.700.000	2.230.000	3.980.000
Media de beneficios sobre el precio de las acciones ordinarias	19,9%	12,6%	1,1%
Beneficios máximos sobre el precio de las acciones ordinarias	160%	45,7%	23,7%

* Ajuste en la columna 1 para reflejar los cambios reales en los valores de las existencias.

† 9 meses con término el 31 de dic. de 1932.

Grupo C: Controles de inversión en acciones ordinarias desde el punto de vista cuantitativo*, en julio de 1933

Partida	S. H. Kress	Island Creek Coal	Nash Motors
Ganado por acción ordinaria:			
1932	2,80 \$	1,30 \$	0,39 \$
1931	4,19	2,28	1,78
1930	4,49	3,74	2,78
1929	5,92	5,05	6,60
1928	5,76	4,46	7,63
1927	5,26	5,64	8,30
1926	4,65	4,42	8,50
1925	4,12	3,22	5,57
1924	3,06	3,58	3,00
1923	3,39	4,08	2,96
Media de 10 años	4,36 \$	3,78 \$	4,75 \$
Acciones preferentes	(372.000 acc. @ 10) 3.700.000 \$	(27.000 acc. @ 90) 2.400.000 \$	
Acciones ordinarias	(1.162.000 acc. @ 33) 38.300.000	(594.000 acc. @ 24) 14.300.000	(2.646.000 acc. @ 19) 50.300.000 \$
Capitalización total	42.000.000 \$	16.700.000 \$	50.300.000 \$
Inmovilizado material neto 12/31/32	58.300.000	18.900.000	41.000.000
Activo circulante neto 12/31/32	15.200.000	7.500.000	33.000.000
Media de beneficios sobre el precio de las acciones ordinarias	13,2%	15,8%	25,0%
Beneficios máximos sobre el precio de las acciones ordinarias	17,9%	23,5%	44,7%

* Las cifras de Island Creek Coal y Nash Motors están ajustadas por los dividendos de las acciones.

Consecuencia. A continuación, resumimos la práctica que se realizaba a finales de 1939, considerando un comprador por cada uno de los grupos

mencionadas y asumido en cada una de las acciones ordinarias cotizadas un compromiso igual en dólares.

	Precio a 31 dic. 1939	Total beneficios distribuidos por acción	Resultado sobre una base de 100 dólares		
			Dividendos percibidos	Valor a 31 dic. 1939	Cambio global
<i>Grupo A:</i>					
National Biscuit	22 ^{5/8}	10,80 \$	20,6 \$	42,9 \$	-36,5%
Air Reduction	170 ^{1/4} *	35,50	39,2	189,0	+128,2
Com. Solvents	14	2,85	9,5	46,6	-43,9
			23,1 \$	92,8 \$	+15,9%
Media anual de rentabilidad por dividendos			3,85%		
<i>Grupo B:</i>					
Goodrich	19 ^{1/2}	2,00	13,3 \$	131,0 \$	+44,3%
Gulf States Steel	55†			196,4	+96,4
Standard Oil of Kansas	48	10,00	50,0	240,0	+190,0
Media por 100 dólares			21,1 \$	189,1 \$	+110,1%
Media anual de rentabilidad por dividendos			3,52%		
<i>Grupo C:</i>					
Kress	57 ^{1/4} *‡	19,10	57,8 \$	173,5 \$	+131,3%
Island Creek Coal	25 ^{1/4} *	12,50	52,1	105,2	+57,3
Nash Motors	6 ^{5/8}	3,88	20,5	34,9	-244,6
Media por 100 dólares			43,5 \$	101,2 \$	+44,7%
Media anual de rentabilidad por dividendos			7,25%		

* Relación de canje de 3 a 1.

† Teniendo previsto el cambio en ordinarias de Republic Iron and Steel.

‡ Relación de canje de 2 a 1.

El resumen anterior nos lleva a hacer las siguientes observaciones acerca del rendimiento:

1. Los mejores resultados globales son los del Grupo B, una selección claramente especulativa. Esto debe considerarse como un resultado accidental, pues un trío de estas acciones se hubiera comportado de manera completamente distinta durante el mismo período.
2. El mejor rendimiento de dividendos, con diferencia, fue el realizado por el Grupo C. Es probable que esto ocurra en este tipo de emisiones

tanto como en otras.

3. Dada la pequeña muestra representativa tomada, los cambios en el precio de mercado de las grupos A y C no pueden ser considerados como indicadores de ninguna de las cualidades inherentes a estos tipos. La importancia de los factores cualitativos en la selección de las emisiones del Grupo C deja al descubierto los malos resultados de Nash Motors. Este es (y era) un punto que destacamos así en el texto general del libro: «Pero la compra real de cualquier emisión (grupo C) requiere también que el comprador esté tranquilo en cuanto a que las opciones de la empresa son, cuando menos, razonablemente favorables.»

Nota 59 (Capítulo 40)

Para la operación con una influencia en sentido inverso véase lo siguiente con respecto a la American Water Works & Electric Co.:

American Water Works and Electric Company¹

Partida	1929	1938	Ratio de las cifras de 1938 entre las de 1929, %
Ingresos brutos	54.119 \$	50.004 \$	92,40
Margen bruto	22.776	17.593	77,20
Gastos fijos y dividendo de acciones preferentes	16.154	16.698	103,37
Resultado de acciones ordinarias	6.622	895	13,52
Número de acciones ordinarias	1.657	2.343	141,41
Ganado por acción ordinaria	4,00 \$	0.38 \$	9,50
Precio máximo de ordinarias	199	16 ¹ / ₈	8,10
Beneficio por acción mínimo de ordinarias desde 1929			0,38 \$ (1938)
Precio mínimo de ordinarias desde 1929			6 (1938)

¹ Cifras en miles, menos las de por acción.

The United Light and Power Company¹

Partida	1934	1938
Ingresos brutos	73.867 \$	89.531 \$
Margen bruto	19.905	23.404
Gastos fijos	18.918	17.932
Impuestos adicionales		289
Resultado de acciones preferentes	987 \$	5.183
Ganado por acción preferente	1,64 \$	8,64 \$

¹ Cifras en miles, menos las de por acción.

El siguiente caso es otra situación especulativa similar a la de la American Water Works que se presenta en el texto:

En 1935 las acciones preferentes acumuladas de Light & Power Co. se vendieron a $3\frac{1}{2}$ por acción, es decir, con una valoración total de la emisión de 2.100.000 de dólares, la deuda subordinada a la deuda consolidada del sistema y las acciones preferentes de las filiales totalizaban 329.422.455 dólares. La magnitud de esta pesada estructura piramizada, medida por los ingresos brutos, y la capitalización preferente hacía ostensible que, incluso una ligera mejora del neto de gastos, aumentaría notablemente los beneficios de las acciones preferentes de la empresa matriz. En 1937, el precio de esta emisión había subido hasta $75\frac{7}{8}$ desde su precio mínimo de $3\frac{1}{2}$ en 1935. El precio máximo para la emisión preferente, ya en 1936, había sido de 68.

Nota 60 (Capítulo 41)

Las implicaciones de este ejemplo (presentada en nuestra edición de 1934) resultan interesantes.

El alza en el precio del oro llevó las ventas de Wright-Hargreaves a una cantidad entre 7.000.000 y 8.000.000 e incrementó los beneficios antes de agotamiento a cerca de 72 céntimos por acción en todos los ejercicios de 1934 a 1938. Las acciones subieron a un precio máximo de 10,30 en 1934 y se vendieron a $6\frac{1}{8}$ a finales de 1939.

La recuperación de la depresión aumentó las ventas de Barker Bros, hasta 14.314.000 dólares en 1937. En 1936 los beneficios netos alcanzaron los 666.000 dólares, cifra que correspondía a 23,67 dólares por acción

preferente y a 3,36 dólares por acción ordinaria. Después de unos regulares dividendos ajustados por acciones preferentes para reflejar la recapitalización de 1936, que eliminaba los dividendos de preferentes acumulados, estos beneficios fueron equivalentes a 2,67 dólares por acción ordinaria. El precio de las preferentes aumentó a 131 en 1936 y al equivalente a 140 en 1937, y las ordinarias alcanzaron un precio máximo de 32 en 1937. A finales de 1939, las ordinarias se vendieron a $8\frac{1}{8}$ y las preferentes a un equivalente a 80. Obsérvese que las preferentes demostraban ser mejores para especulación que las ordinarias, un rasgo característico de las emisiones preferentes de bajo precio con respecto a sus correspondientes acciones ordinarias.

Nota 61 (Capítulos 41,43 y 45)

Precios, beneficios y valores de activos de acciones ordinarias industriales

ESTUDIO COMPLEJO DE LAS COTIZACIONES DE LA BOLSA DE VALORES DE NUEVA YORK EN 1938

Al finalizar 1938, todas las acciones ordinarias que se cotizaban en la Bolsa de Valores de Nueva York tenían un valor de venta de 41.000 millones de dólares. Este valor estaba justamente a medio camino entre el punto álgido de los 55.000 millones de marzo de 1937 y el punto más bajo de los 27.000 millones registrado ese año. Aparentemente hubo una reducida disposición en Wall Street en referencia al nivel de precios de finales de 1938, ya fueran demasiado altos o demasiado bajos, con respecto al valor intrínseco y, de hecho, un año después los valores casi se igualaron. Por eso el mercado de acciones ordinarias de diciembre de 1938 parecía prestarse muy bien a un estudio de los patrones del valor posteriores a la Depresión o, en cualquier caso, de las relaciones existentes —en un tiempo que no fuera anómalo— entre los precios de varios grupos de acciones ordinarias y sus beneficios, y el valor de sus activos. La Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia bajo nuestra dirección llevó a cabo un análisis de este tipo, abarcando prácticamente todas las acciones industriales que se cotizaban en la Bolsa de Valores de Nueva York. En esta nota ofrecemos los resultados resumidos de este trabajo y les dedicamos un breve análisis.⁴⁸¹

⁴⁸¹ Cf. las interesantes series de análisis comparativos sobre grupos industriales que publicó la CNMV entre 1938 y 1940 con el título de *Survey of American United Corporations*. Están basados solo en la cuenta de resultados y en las partidas del balance de situación y no proporcionan datos relativos al mercado de valores.

TABLA I
**Cifras totales en millones de 648 empresas industriales comparadas
 con las 30 grandes empresas del *Dow-Jones Industrial Average*¹**

Partida	648 empresa	30 empresas del DJIA
31 dic., 1938:		
Valor de mercado acciones ordinarias	32.412 \$	14.771 \$
Activos materiales de ordinarias	21.980	7.922
Activo circulante neto de ordinarias	2.606	811
Bonos (a la par) y acciones preferentes (al precio de mercado)	8.029	2.727
Capitalización total	40.441	17.498
Año 1938:		
Ventas	27.460	7.896
Amortización	1.198	433
Beneficio neto antes de intereses de bonos	1.595	652
Intereses y dividendos por preferentes	442	116
Resultado de ordinarias	1.153	536
Beneficios distribuidos por ordinarias	1.109	435
Saldo de ordinarias-media de 1936-1938	1.953	850
media 1934-1938	1.642	722
Valor de mercado de ordinarias en:		
1937-1938 alto	48.216	20.364
1937-1938 bajo	19.898	9.299
Capitalización total en:		
1937-1938 alto	56.774	23.065
1937-1938 bajo	26.862	11.552
31 dic., 1938:		
Activo disponible	4.359	1.528
Por cobrar	3.195	785
Existencias	6.073	2.165
Activos corrientes varios	13	
Total activo corriente	13.640	4.478
Total pasivo corriente	2.694	926
Activo circulante neto	10.946	3.552
Activos fijos y otros	cerca de 20.000	8.236
Ratios:		
31 dic., 1938 precio de mercado de ordinarias:		
Activos materiales de ordinarias	147%	186%
Beneficios por ordinarias 1938	28,1 veces	27,5 veces
Beneficios por ordinarias 1936-1938 media	16,6 veces	17,4 veces
Beneficios por ordinarias 1934-1938 media	19,8 veces	20,4 veces
Activo corrientes entre pasivo corriente	5,0 veces	4,8 veces
Amortización entre ventas	4,3%-	5,5%

¹ Estimamos que el precio de mercado agregado de las 648 acciones ordinarias a finales de 1939 era un 3% más bajo que a finales de 1938, es decir, de cerca de 31.500 millones; y esos beneficios disponibles para las ordinarias fueron de aproximadamente de 1.830 millones. Por ello parece que las acciones ordinarias industriales a finales de 1939 se vendían en conjunto a unas 17, 2 veces sus beneficios en 1939 y sobre 18, 8 veces la media de beneficios de 1934 a 1939.

TABLA II
Subtotales por grupos industriales

Grupo industrial (1)	Nº de empresas del grupo (2)	Acciones ordinarias en el mercado (millones) (3)	Capitalización total (millones) (4)	Activos materiales ordinarios (millones) (5)	Ratio de las columnas 5 a 3, % (6)	Beneficios por ordinarias (millones)			% ganado sobre el precio de las ordinarias de 1938			% ganado sobre los activos materiales de bonos y acciones 1934-1938 (14)	
						1934-1938 (7)	1936-1938 (8)	1938 (9)	1934-1938 (10)	1936-1938 (11)	1938 (12)		1934-1938 (13)
Fabricación automóviles	11	2.657,5	2.897,1	1.087,3	40,9	174,6	208,8	87,2	6,6	7,9	3,3	16,1	14,1
Fabricación camiones	8	99,6	114,9	106,5	107,0	2,9	3,6	3,7(d)	2,9	3,6	(d)	2,7	1,5
Accesorios automóviles	39	601,9	656,0	352,2	58,6	38,6	41,4	2,8(d)	6,3	6,9	(d)	10,9	10,2
Acero	27	1.683,1	3.173,2	2.269,9	136,0	32,1	54,5	52,4(d)	1,9	3,2	(d)	1,4	2,9
Hierro	8	110,0	137,9	138,4	125,8	0,7	2,4	0,9	0,6	2,2	0,8	0,5	2,5
Productos químicos	11	3.557,7	3.864,1	1.032,6	29,1	131,6	144,3	94,5	3,7	4,1	2,7	12,7	10,4
Aceites vegetales	3	29,9	35,3	45,6	152,5	3,2	2,7	0,8	10,5	9,0	2,6	7,1	6,8
Jabones	3	393,9	450,7	137,1	35,0	17,4	16,4	16,9	4,4	4,2	4,3	12,7	11,9
Químicos varios	19	760,5	825,3	370,3	48,9	39,9	42,6	30,5	5,3	5,6	4,0	10,8	9,9
Fabric. fertilizantes	5	27,2	45,0	43,4	160,0	0,9	1,0	0,2	3,3	3,7	0,6	2,1	3,2
Fabric. vidrio	5	388,9	414,5	136,1	35,0	18,9	20,3	12,3	4,8	5,2	3,2	13,8	12,2
Cosmética y droguería.	13	494,7	544,8	114,3	23,2	30,0	31,5	29,5	6,1	6,4	6,0	26,2	19,6
Fab. equipos eléctricos pesados	4	1.685,5	1.722,1	607,6	35,9	52,6	66,2	40,0	3,1	3,9	2,4	8,7	8,7
Fabric. equipos de energía eléctrica (incl. equipos de uso doméstico)	10	94,4	122,2	50,3	53,3	4,3	5,0	1,9	4,5	5,3	2,0	8,5	7,4
Aceite	38	4.766,6	6.091,7	5.395,8	113,0	297,8	389,9	271,2	6,2	8,2	5,7	5,5	5,1
Carne y pescado	8	170,9	448,5	379,8	222,0	12,3	5,1	17,3(d)	7,2	3,0	(d)	3,2	4,4
Leche y productos lácteos	4	168,2	252,1	211,8	125,7	17,0	19,8	19,3	10,1	11,7	11,5	8,0	7,4

Pan, harina y cereales	11	306,1	459,2	194,9	63,5	19,4	21,1	21,3	6,3	6,6	6,9	9,8	8,6
Azúcar	11	111,9	204,9	208,2	186,5	12,9	13,4	4,2	11,5	11,9	3,7	6,2	6,5
Agua mineral y refrescos	3	539,9	577,6	48,5	9,0	19,1	22,6	24,6	3,6	4,2	4,6	39,4	39,8
Comestibles, enlatados, varios	12	611,9	751,2	285,9	46,7	43,2	41,3	28,9	7,0	6,7	4,7	15,1	11,4
Frutas	1	189,7	189,7	170,9	90,0	11,7	12,1	10,3	6,2	6,4	5,4	6,9	6,9
Confitería	6	270,5	297,9	56,6	20,9	13,9	13,5	14,4	5,1	5,0	5,3	24,6	18,2
Cervecerías y destilerías	8	165,0	261,2	160,0	95,2	26,7	26,6	24,2	16,2	16,2	14,7	16,7	13,6
Géneros de punto	6	16,4	24,3	22,6	137,7	1,4	1,6	1,2	8,6	9,9	7,2	6,2	6,6
Seda, rayón, etc.	8	78,1	156,5	66,4	85,0	5,8	5,7	2,5	7,4	7,3	3,2	8,6	6,6
Algodón	2	38,0	38,0	69,6	182,6	2,0	1,7	0,3(d)	5,2	4,4	(d)	2,8	2,9
Lana, estambre, alfombras, paños	5	41,2	63,3	45,2	109,8	1,6(d)	1,3(d)	9,7(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	1,5
Ropa	6	26,7	34,9	27,6	103,2	1,3	1,4	0,1	4,8	5,3	0,3	4,7	5,2
Negocios varios	9	54,6	96,6	63,3	115,7	1,7	3,0	0,8	3,0	5,5	1,5	2,6	4,2
Equipamientos ferroviarios	15	509,5	616,9	539,2	106,0	8,4	17,0	4,6(d)	1,7	3,3	(d)	1,6	22,4
Maquinaria agrícola	6	437,6	635,7	374,8	85,7	29,3	43,1	24,6	6,7	9,8	5,6	7,8	6,7
Productos del hogar y suministros	8	127,6	150,5	73,2	57,4	8,7	11,2	4,6	6,8	8,8	3,6	11,9	11,3
Conservas	2	370,5	465,0	178,0	47,4	23,4	21,4	17,0	6,2	5,7	4,6	13,1	9,8
Maquinaria ligera y productos de metal varios	37	444,9	571,5	215,2	48,3	21,3	29,0	11,3	4,8	6,5	2,5	9,9	8,9
Maquinaria pesada y productos de metal	19	444,0	485,3	231,0	52,0	20,4	27,1	14,5	4,6	6,1	3,3	8,8	8,4
Radios fonógrafo, pianos	3	99,8	169,1	19,2(d)	0	3,5	5,9	5,0	3,5	5,9	5,0	*	11,5
Cines, teatros, radiodifusión	10	268,8	517,6	240,6	89,4	25,2	29,7	20,5	9,4	11,1	7,6	10,5	8,2
Minas de carbón	14	24,9	160,7	139,9	560,0	9,5(d)	12,8(d)	16,9(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	(d)
Minas de cobre	15	1.578,0	1,721,2	1,551,3	98,3	81,9	108,3	73,7	5,2	6,9	4,7	5,4	5,2
Minas de oro	6	270,1	270,1	88,6	32,8	18,7	18,6	18,2	6,9	6,8	6,7	21,1	21,1
Otros metales no cuprosos	15	1.298,0	1,431,0	532,7	40,9	55,2	68,4	53,3	4,3	5,3	4,1	10,4	10,6
Papel y cartón	16	185,2	454,2	210,9	113,8	9,7	17,2	9,3	5,2	9,3	5,0	4,6	5,4

Imprenta y publicidad	7	42,6	97,8	89,8	210,5	0,9	0,9	2,5(d)	2,2	2,0	(d)	1,0	7,0
Tiendas de comestibles	7	113,7	145,2	158,9	139,5	10,7	9,5	9,0	9,4	8,3	7,9	6,7	6,7
Bazares, comercios de 5 a 10 céntimos	10	791,1	861,9	476,9	60,2	57,7	59,8	51,2	7,3	7,5	6,5	12,2	11,1
Restaurantes	6	29,4	40,4	39,8	135,0	1,5	1,4	0,2	5,2	4,9	0,6	3,8	3,5
Droguerías	2	30,7	40,9	19,7	64,1	3,2	3,2	2,4	10,4	10,4	7,9	16,2	12,2
Venta al por menor	7	236,4	245,0	110,0	46,5	20,0	20,5	16,9	8,5	8,7	7,1	18,2	18,0
Grandes almacenes	24	291,2	559,3	336,6	115,6	14,9	21,2	12,1	5,1	7,3	4,2	4,4	5,1
Empresas de venta por correo	4	704,0	755,9	437,5	62,2	42,8	49,3	43,0	6,1	7,0	6,1	9,8	9,0
Distribuidores	6	71,1	165,8	88,2	124,0	6,5	8,4	2,7	9,1	11,9	3,8	7,4	6,3
Aviones, líneas áreas, aeropuertos	13	523,8	559,1	160,0	30,6	4,9	9,6	16,1	0,9	1,8	3,1	3,1	4,6
Negocios y equipos de oficina	9	389,5	448,8	173,9	44,7	26,4	22,8	19,3	6,8	5,9	5,0	15,2	11,7
Servicios navales	5	5,9	41,1	41,7	697,0	1,0(d)	1,4(d)	1,6(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	3,2
Construcción explotación naval	7	36,8	69,9	64,2	175,0	0,9(d)	0,2(d)	0,2(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	1,4
Caucho y ruedas	8	261,0	663,7	195,4	74,9	8,7	14,0	5,8	3,3	5,3	2,2	4,5	5,3
Cigarrillos	5	1.300,7	1.507,3	438,2	33,7	71,8	76,3	74,7	5,5	5,9	5,7	16,4	13,4
Puros	7	27,7	44,1	29,7	107,1	0,2	0,6	1,5	0,6	2,2	5,5	0,7	6,3
Rapé	3	117,5	132,5	45,5	38,8	6,5	6,4	6,0	5,6	5,5	5,1	14,3	12,9
Varios tabaco	3	18,2	28,2	13,3	73,0	1,4	1,6	1,5	7,8	8,5	8,2	10,7	9,8
Hoteles, terrenos e inmuebles	5	29,9	58,6	43,4	145,0	1,0(d)	1,0(d)	1,4(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	2,4
Cemento	4	91,1	108,2	95,4	105,0	2,0	4,0	3,0	2,2	4,4	3,3	2,1	3,9
Materiales de construcción diversos	21	889,5	1.020,3	501,6	56,3	26,1	34,1	8,7	2,9	3,8	1,0	5,3	5,1
Ingeniería y edificación (construcción)	4	38,5	53,5	17,9	46,6	0,6(d)	0,1(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	0,7	0,7
Calzado	6	157,8	171,7	133,2	84,5	11,7	10,4	6,7	7,4	6,6	4,2	8,8	8,6
Piel	5	11,2	19,8	11,8	105,3	0,8(d)	0,8(d)	4,2(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	(d)

* Sin activos materiales de ordinarias. El porcentaje obtenido de los activos materiales por acciones ordinarias y preferentes era de 11,5%.

TABLA III

Totales divididos por el tamaño de la empresa

A. Tamaño medido por el precio de venta de la empresa a finales de 1938

Tamaño	Número de empresas en el grupo	Acciones ordinarias en el mercado (millones)	Activo material de ordinarias (millones)	Ratio de la columna 4 dividido entre la 3, %	% ganado sobre el precio de la ordinaria en 1938			% ganado sobre el activo material de ordinarias 1934-1938
					1934-1938	1936-1938	1938	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Menos de 10 millones	[...] 252	988,0	1.323,9	136,8	3,4	5,0	(d)	2,5
10-100 millones	309	7.292,4	5.575,4	76,4	5,3	2,9	2,9	6,9
100-1.000 millones	82	17.016,1	11.368,4	66,7	5,3	6,2	4,5	7,9
Por encima de 1.000 millones	5	7.135,9	3.712,4	52,0	4,6	5,5	2,9	8,9

B. Tamaño medido por el activo material neto a finales de 1938

Tamaño	Número de empresas en el grupo	Acciones ordinarias en el mercado (millones)	Activo material de ordinarias (millones)	Ratio de la columna 4 dividido entre la 3, %	% ganado sobre el precio de la ordinaria en 1938			% ganado sobre el activo material de ordinarias 1934-1938
					1934-1938	1936-1938	1938	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Menos de 10 millones	250	1.493,0	951,1	63,6	4,9	6,0	2,4	7,7
10-100 millones	331	0.454,5	6.761,4	64,4	4,9	5,8	3,0	7,6
100-1.000 millones	64	6.303,5	11.321,6	69,4	5,1	6,0	4,2	7,3
Por encima de 1.000 millones	3	4.161,4	2.946,0	70,8	5,5	6,7	3,0	7,8
Todas las empresas	648	32.412,4	21.980,1	67,6	5,1	6,0	3,6	7,5

Los dos factores más importantes que tomamos en cuenta en este estudio fueron los siguientes:

1. La relación del precio del mercado con los beneficios durante los años 1938, 1936-1938 y 1934-1938.
2. La relación del precio de mercado de 1938 con los valores del activo material y de los valores del activo circulante neto.

Además de estos elementos primordiales reunimos en este estudio datos relativos a:

3. La relación de ventas de 1938 (es decir, el bruto del negocio) con los precios y beneficios de las acciones ordinarias.
4. El ratio del capital circulante; la relación del capital circulante con las ventas; la división del activo corriente entre el efectivo, los activos exigibles y las existencias.

TABLA VI
Margen de beneficios sobre el capital invertido¹ en algunos grupos industriales, de 1934 a 1938

Grupo industrial	Nº de empresas en el grupo	% ganado por el capital invertido			
		Miembros individuales del grupo			Grupo total
		Máximo	Mínimo	Medio	
Refrescos	3	59,4	5,3	5,5	39,8
Minas de oro	6	33,4	9,8	15,4	21,1
Empresas farmacéuticas	13	30,7	(d)	12,9	19,6
Confiterías	6	31,9	(d)	19,7	18,2
Detallistas diversos	19	22,8	(d)	17,9	18,0
Jabonerías	3	34,0	5,2	14,4	11,9
Minería (excepto oro, hierro y cobre)	15	152,0	(d)	8,2	10,6
Maquinaria ligera	37	44,2	(d)	9,3	8,9
Químicas diversas	19	42,3	(d)	9,9	9,9
Cinematográficas	16	42,2	3,5	7,7	8,2
Transporte de camiones	8	17,4	(d)	0,7	1,5
Lana y tapicería	5	14,7	(d)	3,2	1,5
Constructoras y operadoras navales	7	4,8	(d)	2,4	1,4
Ingeniería y construcción	4	2,8	(d)	0,8	0,7
Peletería	5	6,1	(d)	1,5	(d)
Total	164				
Todas las empresas	648	152,0	(d)	6,3	7,0

¹ La cantidad el capital invertido se toma a finales de 1938 y representa el activo material neto disponible para bonos y acciones.

5. La cantidad de títulos preferentes en circulación y los cargos correspondientes.

6. Las dotaciones de provisiones con respecto a las ventas y a los activos fijos.

En esta nota, los datos recogidos se han agrupado según dos principios de división. Por una parte, hemos hecho una separación por tipos de industrias, tal y como aparecen en las tablas facilitadas por el *New York Stock Exchange Bulletin*, si bien consideramos conveniente modificar de alguna manera las clasificaciones que aparecían en el boletín, cambiando la posición de unas cuantas industrias individuales y subdividiendo cierto número de grupos que de otra manera resultarían demasiado globales como para obtener de ellos información. También dividimos nuestras cifras totales entre los tamaños sucesivos, midiendo el último (1) según el capital invertido y alternativamente (2) según el valor total de todos los valores de los productos financieros en circulación.⁴⁸²

Prácticamente toda la información que se facilita en este escrito se halla en las tablas I a VI anexas. Además de la parte principal de esta información, que utilizó como base los valores con fecha de 31 de diciembre de 1938, hemos recopilado el máximo y el mínimo de los valores de las acciones durante 1937 y 1938. El amplio margen entre estos extremos —que fueron justamente doce meses en lo que a tiempo se refiere— y la relación que presentan entre activos y beneficios puede arrojar una interesante visión sobre el carácter del mercado de acciones en los últimos años.

OBSERVACIONES SOBRE LOS TOTALES DE LAS 648 EMPRESAS

Quizá la cifra que más llama la atención de todo este estudio es el total de activos materiales disponible para acciones ordinarias (Tabla I). Este asciende a 22.000 millones con respecto a los 32.400 millones del valor de mercado. A pesar de la tendencia general de que los negocios no habían ido bien desde 1930, a pesar de los malos resultados de 1938 y a pesar de la supuesta falta de confianza generalizada a causa de la incapacidad del sector de negocios estadounidense de atraer nuevo capital, en 1938 y 1939 los inversores todavía estaban dispuestos a pagar por la totalidad de las acciones ordinarias industriales —*más del 50% del capital material que estas representaban*—.

⁴⁸² En todos estos cálculos, tanto las acciones ordinarias como las preferentes han sido consideradas a precio de mercado, pero los bonos se han tomado a la par. Aunque los precios de mercado de los bonos también nos hubieran proporcionado una medida más exacta, la diferencia en juego no justificaba el trabajo adicional que suponía.

Sin embargo, esta acumulación no es, en modo alguno, una característica común de la amplia mayoría de las empresas. No menos de 307 de las empresas, es decir el 47% del total, estaban vendiendo sus acciones por menos del valor de su activo material. Lo mismo ocurría con 28 subdivisiones industriales de un total de 67.

Al estudiar estas agrupaciones en función de su tamaño (Tabla III), descubrimos que las empresas pequeñas, medidas por su *valor de mercado*, venden en general por mucho menos del activo material, mientras que las empresas más grandes venden tanto del valor del activo material como para crear el 50% de prima por la suma total de las empresas. Si observamos estas cifras, da la impresión de que la empresa pequeña está en desventaja o por debajo de la par. Curiosamente, este no es el caso. La empresa pequeña, en términos de *activo material*, vende realmente a una prima *más elevada* que las otras (Tabla IIIB). Lo que ha ocurrido es que, en efecto, el grupo que *vende* por menos de 10.000.000 dólares está ponderado en exceso por empresas con un activo material bastante grande y que se vende poco porque no tienen buenos resultados. En otras palabras, el grupo de pequeñas empresas, en términos de valor de mercado, tiene una clara distorsión en relación a los activos que se añade a los escasos beneficios y al consiguiente bajo valor de mercado. La explicación de esta gran prima global, frente a muchas empresas que venden por debajo de la par, parece ser simplemente que la prima pagada en una típica empresa con buenos resultados tiene una media mucho más elevada que el descuento registrado por aquellas empresas menos populares. Debemos observar también que 54 de las empresas, es decir el 8% del total, vendieron a finales de 1938 por menos del activo circulante neto. A los precios más bajos de 1937 y 1938 esto se dio en al menos 133 empresas, es decir 1 de cada 5. A los precios máximos de 1937 y 1938 no hubo ninguna empresa en esta situación.

Nuestro estudio de beneficios abarcó uno, tres y cinco ejercicios que precedían al final de 1938. El período que podemos conceptualizar como «normal» o representativo es el de cinco años, ya que 1938 fue un año económicamente malo y el trienio de 1936 a 1938 puede estar demasiado cargado de buenos momentos económicos. En cuanto a este aspecto, el lector debe sacar sus propias conclusiones. En cualquier caso, debemos observar que a finales de 1938 las acciones industriales cotizadas en Bolsa se valoraban a 19,5 veces la media de beneficios de los cinco ejercicios precedentes (sobre una base de beneficios de 5,1 %) y a 16,6 veces su media de tres años (sobre una base del 6%). Solamente en los resultados de 1938, el multiplicador creció 28 veces y el rendimiento financiero cayó un 3,6%. Pero, de nuevo, el análisis individual de los números nos mostrará la tendencia de los elevados precios que se habían conferido a las acciones de

las empresas con buenos resultados, cuyos totales ensombrecían a un gran número de negocios que se vendían por cifras modestas con respecto a su registro de beneficios.

CARACTERÍSTICAS DE LOS GRUPOS INDUSTRIALES

La división de 648 empresas en categorías industriales debe ser necesariamente una elección arbitraria. El *New York Stock Exchange Bulletin* clasificaba estas empresas en veintisiete grupos; nosotros aconsejamos subdividir las también en 67 subgrupos. De estos, el grupo mayor, por lo que respecta a su valor de mercado, era el de aceites, seguido por el de productos químicos y de automóviles. Los primeros siete subgrupos, que comprendían 11 empresas, tenían un valor de 19.300.000 millones, es decir, el 53% del total.

La Tabla II muestra con detalle el amplio margen de rendimiento de los 67 subgrupos. La siguiente clasificación suplementaria puede resultar interesante:

Precio de mercado entre valor de activo	Número de grupos	Número de empresas en grupo	Ganado sobre el precio de mercado 1938, %		
			1934-1938	1936-1938	1938
Por encima del 400%	4	25	4,7	5,2	5,2
200-400%	17	166	4,8	5,4	3,6
100-200%	22	189	5,9	7,0	4,4
50-100%	20	234	4,9	6,7	3,0
Menos del 50%	4	34	1,1	Pérdidas	Pérdidas
Total	67	648	5,1	6,0	3,6

Obsérvese que los grupos con precios más elevados, en comparación con los valores del activo, también tenían precios más altos que la media de los beneficios de todas las empresas, *excepto en los resultados de 1938*. Sin duda, la clave de su popularidad se hallaba en la habilidad de estas empresas para obtener mejores resultados en los años malos más recientes que en la media de cinco años. En el otro extremo nos encontramos, por supuesto, las empresas que se venden a precios muy bajos con respecto a los activos y que tuvieron, en general, un registro de beneficios pobre. Por otra parte los 20 grupos que vendían entre el 50 y el 100% del valor del activo no les fue, desde el punto de vista de las ganancias, mucho peor que a aquellas empresas que se vendían con primas, salvo que se quiera dar una relevancia especial al rendimiento de 1938. Es bastante singular que

aquellos grupos que vendían entre dos y cuatro veces el valor de activo tuvieran en cada uno de los periodos peores beneficios que aquellos que vendían entre una y dos veces el activo. Obsérvese que estos incluyen empresas individuales que difieren bastante de las características generales.

TENDENCIA DE BENEFICIOS

La variación en los resultados de los períodos de uno, tres y cinco años proporciona una prueba sencilla y bastante persuasiva de la tendencia de beneficios. Las empresas o grupos que aplican la fórmula $1938 > 1936-1938 > 1934-1938$ serían excepcionales en cuanto a su progreso, mientras que aquellas que aplican la fórmula contraria de $1938 < 1936-1938 < 1934-1938$ se destacarían por su retroceso. Cuando se aplica este criterio, nos damos cuenta de que habría los siguientes candidatos a condecoración o a degradación:

Puede observarse (en la Tabla II) que ninguno de los grupos que venden a precios económicos en relación con la *media* de beneficios les fue peor que al conjunto de las 648 empresas en 1938, que fue un año malo. Más aún, su precio fue también bajo en comparación con los valores de los activos. Por todo ello hay un contraste muy definido entre este conjunto de empresas y aquellas, anteriormente mencionadas, que vendían a más de cuatro veces el valor del activo material. Este último incluye las empresas de radios (3 firmas), farmacéuticas (13), confiterías (6) y refrescos (3). Hay que observar que lo mismo que las acciones con activo bajo, las acciones «baratas» ofrecen 8 veces el valor del activo, por dólar del precio, 2,3 veces de los beneficios de 1934 a 1938 y 1,73 veces de los beneficios de 1938. Estadísticamente, la única ventaja del primer grupo se encuentra en el 11% de *incremento* de los beneficios de 1938 sobre la media de cinco años, en comparación con la *disminución* del 17% del otro grupo. Pero debemos señalar que la mejora que muestran las acciones «caras» se debía en gran parte a una empresa (Coca-Cola) y también que los beneficios de 1938 del grupo «económico» se mantuvieron mejor que la media de aquellos grupos que cotizaban en la Bolsa.

El contraste entre estos dos grupos se ve acentuado por algunas grandes similitudes que existen entre las categorías de uno y otro. Las empresas de radio y de radiodifusión invitan a la comparación con las de cine, las empresas farmacéuticas con las farmacias, las confiterías con las de azúcar, y las de refrescos con leche y licores.

El mayor contraste de todos lo presenta la empresa Coca-Cola por un lado (que domina el sector de refrescos) y, por otro, las empresas de bebida, que venden leche, refrescos, cerveza y whisky. Estas 14 acciones

ordinarias juntas valían tanto como dos tercios de Coca-Cola, pero sus ventas de 1938 fueron de 970.000.000 con respecto a 76.000.000, su neto de ordinarias de 52.800.000 contra 23.800.000 y su activo material por acciones ordinarias 390.000.000 contra solo 16.000.000.

BENEFICIOS SOBRE EL CAPITAL INVERTIDO

El estudio de los PER puede ser complementado con el examen del porcentaje de beneficios sobre el capital invertido, es decir, por los activos materiales disponibles tanto de las acciones ordinarias como de todos los productos financieros de capital. Para este fin hemos tomado la media de los resultados de 1934-1938, ya que son probablemente el índice más representativo, y la hemos comparado con el capital invertido a finales de 1938, incluyendo la deuda consolidada.

Merece la pena comentar algunos aspectos de este anexo informativo. Ya que los grandes beneficios sobre el capital invertido pueden ser aceptados como uno de los mejores indicadores sobre la prosperidad de un negocio, es natural examinar minuciosamente ese ratio de la relativa rentabilidad de diversos sectores industriales. Si tenemos en cuenta los resultados acumulados de cada una de las 67 subdivisiones, descubriremos efectivamente importantes variaciones que oscilan desde un 39,8% con respecto al capital de las empresas de refrescos hasta la pérdida existente en las empresas de piel.

Esta diversidad es tan notable como lo son las variaciones entre los grupos individuales. Este aspecto se trata en la Tabla VI, en la que se proporciona una lista de los porcentajes máximos, mínimos y medios, así como las cifras globales de esos grupos que muestran los cinco mayores porcentajes de cada epígrafe. (Damos cifras similares con los totales del grupo con porcentaje *más bajo*.) Se observará que muchas de las divisiones que proporcionan la mejor actuación en general incluyen empresas individuales que no ganan nada o muy poco y, hasta cierto punto, también ocurre justo lo contrario.

Estas divergencias entre grupos industriales deberían ir más allá para moderar la inclinación natural de los inversores y analistas para ligar el mérito o demérito *dominante* a la línea de negocio. Obvia decir que el tipo de industria es de gran importancia a la hora de juzgar la emisión de las acciones ordinarias; pero las opiniones rápidas o extremas basadas solo en este factor pueden demostrarse a menudo incompletas.

Cuando la clasificación se hace según el tamaño, pueden observarse situaciones interesantes. La principal es que la media de beneficios sobre el capital (es decir, activos materiales disponibles para bonos y acciones)

opera casi de manera idéntica en los cinco grupos, empezando por las empresas más pequeñas de 10.000.000 y siguiendo con las gigantes que sobrepasan los 1.000.000.000 de dólares. Más aún, el contingente más pequeño vende a un precio ligeramente superior que los otros, con respecto a los valores de activo.

Sin embargo, si aplicamos una clasificación idéntica a los valores de mercado en lugar de a los valores de los activos materiales —como hacemos en la Tabla IIIA— se desarrolla una situación completamente diferente. Las empresas pequeñas resultan ser las menos rentables, aunque tienen proporcionalmente activos y ventas mucho mayores. La razón no hay que buscarla muy lejos. Su valor de mercado es pequeño porque no son rentables, y no al revés. Estas dos comparaciones nos sugieren que la presión sobre los negocios más pequeños no ha llegado a ser tan seria como para reducir la rentabilidad de su capital *en general* por debajo de sus competidores más grandes,⁴⁸³ pese a que un pequeño negocio es más vulnerable a los problemas y a que es cuestionable esa mayor variedad de rendimiento que se da en esta clase de empresas.

Nota 62 (Capítulo 43)

La siguiente tabla muestra una lista representativa de las acciones ordinarias y preferentes que se vendieron durante 1931 y los primeros cuatro meses de 1932 por menos de su *activo circulante neto* por acción en su precio mínimo. Más tarde en 1932, muchas de estas emisiones se vendieron a precios más bajos todavía.

⁴⁸³ Véase el detallado estudio de Simón N. Whitney, titulado «Statistics Disprove Assertion that Giant Companies Squeeze Out Small Rivals», publicado en *Annalist*, 28 dic. 1939; sus cifras, que llegan a las mismas conclusiones que las mencionadas arriba, están basadas en parte en datos del censo y, por eso, presentan una gran amplitud. Para un punto de vista opuesto, véase E. V. Kennedy, *Divulends to Pay*, 1939.

Empresa	1931-Abril 1932		Activo circulante neto por acción preferente	Activo circulante neto por acción ordinaria	Mínimo de 1932-1933	
	Mínimo preferentes	Mínimo ordinarias			Preferentes	Ordinarias
Allis-Chalmers		6 ¹ / ₂		11 \$		4
Amer. Agric. Chem.		4 ³ / ₈		43		3 ¹ / ₂
California Packing		5 ³ / ₈		8		4 ¹ / ₄
Diamond Match	19 ¹ / ₂	10 ⁵ / ₈	48 \$	14	20 ¹ / ₂	12
Endicott-Johnson	98 ³ / ₈	23 ¹ / ₂	276	37	98	16
Liquid Carbonio		11 ³ / ₄		23		9
Mack Truck		12		36 ¹ / ₂		10
Mid-Continent Petrol		3 ³ / ₄		8		3 ³ / ₄
Montgomery Ward	59	6 ¹ / ₂	462	16	41	3 ¹ / ₂
Nat'l Cash Register		7 ¹ / ₈		15		5 ³ / ₈
U.S. Indus. Alcohol		19 ¹ / ₄		23 ¹ / ₂		13 ¹ / ₄
U.S. Pipe & Foundry	12 ¹ / ₄	8 ³ / ₄	26	10 ¹ / ₂	11 ¹ / ₂	6 ¹ / ₈
Wesson Oil	44 ¹ / ₄	9 ¹ / ₂	74		40	
Westinghouse Air Brake		9 ¹ / ₂		11		9 ¹ / ₄
Westinghouse Electric	60 ¹ / ₄	19 ⁷ / ₈	1.164	34 ¹ / ₂	52 ¹ / ₂	15 ⁵ / ₈

A continuación proporcionamos una lista similar de acciones cuyo precio mínimo durante los cinco primeros meses de 1932 era, por acción, el de los activos disponibles o por debajo de estos (sin deducir el pasivo corriente).

Empresa	Mínimo Enero-Mayo 1932	Activo disponible por acción	Valor de activo circulante por acción	Mínimo 1932-1933
Amer. Car & Foundry*	20	50 \$	108 \$	15
Amer. Locomotive*	30 ¹ / ₄	41	63	17 ¹ / ₈
Amer. Steel Foundries*	58	128	186	34
Amer. Woolen*	15 ¹ / ₂	30 ¹ / ₂	85	15 ¹ / ₂
Congoleum-Nairn	7	7	12	6 ¹ / ₂
Howe Sound	5 ³ / ₄	10	11	4 ⁷ / ₈
Hudson Motor	2 ⁷ / ₈	5 ¹ / ₂	7	2 ⁷ / ₈
Hupp Motor	1 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂	7 ¹ / ₂	1 ¹ / ₂
Lima Locomotive	8 ¹ / ₂	19	36	8 ¹ / ₂
Magma Copper	4 ¹ / ₂	9	12	4 ¹ / ₄
Marlin Rockwell	5 ³ / ₄	11 ¹ / ₂	13	5 ³ / ₄
Motor Products	11	15 ¹ / ₂	19	7 ³ / ₈
Munsingwear	10	17	34	5
Nash Motors	8	13 ¹ / ₂	14	8
New York Air Brake	5	5	9	4 ¹ / ₄
Oppenheim Collins	5	9 ¹ / ₂	15	2 ¹ / ₂
Reo Motor	1 ¹ / ₂	3	5 ¹ / ₂	1 ³ / ₈
Standard Oil of Kansas	7	8 ¹ / ₂	14	7
Stewart Warner	1 ⁷ / ₈	3 ¹ / ₂	7	1 ⁷ / ₈
White Motor	7	11	34	6 ⁷ / ₈

* Acciones preferentes.

Estos ejemplos han sido extraídos de diferentes artículos de uno de los autores del libro relacionados con este fenómeno. Véase Graham, Benjamín «Inflated Treasuries and Deflated Stockholders», *Forbes*, 1 junio, 1932, p. 11; «Should Rich Corporations Return Stockholders' Cash», *Forbes*, 15 junio, 1932, p. 21; «Should Rich but Losing Corporations Be Liquidated» *Forbes*, 1 julio, 1932, p. 13. Se añaden los precios mínimos de 1932-1933 para completar el cuadro de la situación.

Nota 63 (Capítulo 46)

Es frecuente que el analista financiero deba calcular los valores relativos de los derechos de suscripción y de las acciones ordinarias consiguientes. Para facilitar este cálculo, proponemos dos sencillas fórmulas.

D = valor del derecho.

M = precio de mercado de las acciones.

\$ = precio de suscripción de las acciones.

N = número de derechos que se necesitan para suscribir una acción.

La fórmula A, aplicable antes de que se vendan las acciones «sin derechos» (es decir, el comprador de las acciones tendrá derecho a recibir los derechos).

$$D = \frac{M-S}{N+1}$$

La fórmula B, aplicable después de que se vendan las acciones «sin derechos» (es decir, el comprador de las acciones no obtiene los derechos, que es retenido por el depositario e los valores).

$$D = \frac{M-S}{N}$$

Ejemplo: se dan derechos para comprar una acción a 50 dólares cada 5 acciones. Las acciones se venden «con derechos» a 64 («con derecho propio» o «acciones con derecho a cualquier beneficio»).

$$\text{Valor del derecho} = \frac{64 \$ - 50 \$}{5 + 1} = 2,33 \$$$

Ejemplo: la misma oferta y las acciones se venden «sin derechos» a 90.

$$\text{Valor del derecho} = \frac{90 \$ - 50 \$}{5} = 8 \$$$

Estos cálculos están sujetos, sin embargo, a las correcciones necesarias para que reflejen (1) cualquier dividendo que vaya a ser percibido de las viejas acciones pero no de las nuevas; y por el contrario (2), cualquier ahorro en los intereses a causa de no tener que pagar por las nuevas acciones hasta que los derechos expiren.

Nota 64 (Capítulo 48)

Dos ejemplos de piramidación corporativa

Primer ejemplo: lo esencial de la pirámide Insull se ve claramente en este resumen parcial:

		Pasivos preferentes por acción ordinaria (31 dic., 1931)
Empresa 1 (Empresa principal)	Corporation Securities Co. Una empresa de inversiones especializada. Sus principales propiedades estaban en la Empresa 2: 59.000.000 dólares y en la Empresa 3: 42.000.000 dólares de una cartera de valores total de 145.000.000 de dólares.	Préstamos bancarios, etc. .. 33.000.000 \$ Deuda consolidada 24.000.000 Acciones preferentes 37.000.000
Empresa 2	Insull Utility Investments, Inc. También una empresa especializada en inversiones. Sus principales propiedades estaban en la Empresa 3: 64.000.000 de dólares de una cartera de valores total de 252.000.000. (También poseía 32.600.000 de dólares en acciones de la Empresa 1.)	Préstamos bancarios, etc. .. 53.000.000 \$ Deuda consolidada 58.000.000 Acciones preferentes 46.000.000
Empresa 3	Middle West Utilities Co. Una sociedad de cartera de servicios públicos que controlaba cierta cantidad de subsistemas. Los beneficios brutos en 1931 eran de 173.000.000. Su filial principal era la Empresa 4.	Empresa madre: Préstamos bancarios, etc. .. 35.000.000 \$ Deuda consolidada 40.000.000 Acciones preferentes 61.000.000 (Nota: Acciones públicas de: Bonos de filiales 283.000.000 \$ Preferentes de filiales 152.000.000 Ordinarias de filiales 10.000.000)
Empresa 4	National Electric Power Co. Una sociedad de cartera de servicios públicos que controlaba diversos subsistemas. Sus beneficios brutos en 1931 eran de 68.000.000 de dólares. Su filial principal era la Empresa 5.	Empresa madre: Préstamos bancarios, etc. No se facilitan separadamente Deuda consolidada 10.000.000 \$ Acciones pref. y de Clase A... 36.000.000
Empresa 5	National Public Service Corp. Una sociedad de cartera de servicios públicos que controlaba cuatro subsistemas. Los beneficios brutos en 1931 eran de 36.000.000 de dólares. Su filial principal era la Empresa 6.	Empresa madre: Préstamos bancarios, etc. No se facilitan separadamente Deuda consolidada 20.000.000 \$ Acciones pref. y de Clase A.. 30.000.000
Empresa 6	Seaboard Public Service Co. Una sociedad de cartera de servicios públicos que controlaba seis subsistemas. Los beneficios brutos en 1931. Eran de 16.000.000 de dólares. Su filial principal era la Empresa 7.	Empresa madre: Deuda consolidada Ninguna Acciones preferentes 9.000.000 \$
Empresa 7	Virginia Public Service Co. Una sociedad operativa y de cartera de servicios públicos. Los beneficios brutos en 1931 eran de 7.600.000 dólares.	Deuda consolidada 37.000.000 \$ Acciones preferentes 10.000.000

Obsérvese que en este sistema se construyó una estructura piramidal de seis sociedades en cartera sucesivas sobre varias sociedades operativas. El desplome completo de esta estructura se produjo porque todas y cada una de las seis sociedades de cartera superpuestas se declaró en quiebra. Para una descripción, gráficos y comentarios sobre el grupo Insull véase *The Holding Company* de James C. Bonbright and Gardiner C. Means, pp. 108-113, Nueva York, 1932.

Segundo ejemplo: la constitución de la United States and Foreign Securities Corp. nos ofrece una buena y sencilla demostración del funcionamiento de una estructura piramidal en el sector de inversiones en general.

Esta empresa se constituyó en 1924. El público compró 25.000.000 de dólares de acciones preferentes primarias a la par por 6 dólares cada una (por lo que la empresa recibió 24.000.000 de dólares), y los banqueros que la constituyeron compraron 5.000.000 de dólares de acciones, a 6 dólares, preferentes secundarias a la par. El 1.000.000 de acciones ordinarias, que representaba una simple inversión nominal (10 céntimos por acción), se dividió un 25% para el público y un 75% para los fundadores. Por ello estos últimos aportaron un sexto del capital, subordinado a los otros cinco sextos, y recibieron intereses de los tres cuartos en los beneficios excedentes. Hacia finales de 1928, la forma de sociedad en cartera piramidal se utilizó para la formación de una segunda entidad, la U.S. & International Securities Corp., una empresa de 60.000.000 de dólares. El público contribuyó con un capital de 50.000.000 de dólares, recibiendo acciones preferentes primarias de 5 dólares a 100, más un quinto de las acciones ordinarias. La United States & International Securities Corp. contribuyó con 10.000.000 de dólares, recibiendo acciones preferentes secundarias de 5 dólares a 100, además de las cuatro quintas partes de las acciones ordinarias. Este arreglo dio a los fundadores de la empresa original el control sobre los fondos adicionales suscritos sin que por su parte tuvieran que invertir más. Por una revalorización de 30.000.000 de dólares en los recursos de la U.S. & International Securities Corp. a finales de 1928, quienes había aportado originalmente 5.000.000 de dólares controlaban ahora 110.000.000 de dólares del capital (incluyendo las suscripciones exigíoles) y tenían derecho a cerca del 78% del excedente de beneficios o de sus incrementos.

A. Período 1924-1928

Partida	Total	Del público	De los fundadores
Inversión inicial	30.000.000* \$	25.000.000 \$	5.000.000 \$
Valor contable en diciembre de 1928	60.000.000	32.000.000	27.000.000
% incremento del valor contable	100%	30%	450%
Máximo valor de mercado de U.S. & capitalización externa†	100.000.000	42.000.000	57.000.000
% incremento del valor de mercado	233%	70%	1.040%

* La empresa recibió 29.000.000 de dólares.

† Acciones preferentes primarias a 100; preferentes secundarias calculadas a 80; ordinarias a 70.

B. Período 1928-1939

Fecha	Inversión pública	Inversión de los fundadores
Valor de mercado:		
31 dic., 1928	130* \$	550 \$
31 dic., 1932	100*	35
31 dic., 1933	100*	96†
31 dic., 1939	108*	215

* Acciones preferentes primarias a la par, más el valor de liquidación de las ordinarias adjuntas.

† Destinado a la reclamación de los dividendos acumulados de las acciones preferentes secundarias.

Fecha	Inversión pública	Inversión de los fundadores	1ª preferencia	2ª preferencia (estimac.)	Ordinarias
Precio de mercado:					
Alto, 1929	170 \$	1.150 \$	100	80	70
Bajo, 1932	27 ^{1/2}	11 ^{1/2}	26	10	1 ^{1/2}
Dic., 1933	73	170	65	50	8
Dic., 1939	87	165	80	60	7

* Por 100 dólares.

El funcionamiento real de esta estructura, desde el punto de vista del valor contable («valor de liquidación») y de las cotizaciones del mercado, se refleja en las tablas anteriores.

Estas cifras nos muestran los resultados característicos de una estructura de capital altamente especulativa en situaciones tanto

favorables como desfavorables. Puede apreciarse que las variaciones en el mercado del valor contable o de liquidación se habían intensificado mucho por un exceso de optimismo o pesimismo en la actitud del público hacia los productos financieros de inversión fideicomisaria. Es significativo también que, cuando se restableció en 1933 el valor contable que era aproximadamente igual a la inversión inicial, el mercado registró una depreciación significativa en cuanto a la parte de capital del público y la correspondiente prima para los intereses de los fundadores.

Nota 65 (Capítulo 48)

Ofrecemos algunos ejemplos de situaciones en las que se tiene el control a pesar de hacer una inversión relativamente pequeña:

1. Una inversión de menos de 20.000.000 de dólares con los intereses de Van Sweringen le dieron a esta el control de ocho empresas ferroviarias de Clase 1 y unos activos combinados de cerca de 2.000.000.000 de dólares. De esta manera una inversión de menos del 1% controlaba todo el sistema. Véase *The Problem of Investment* de F. I. Shaffner, p. 38, Nueva York, 1936. Véanse también para más datos las pp. 666-667 del texto con el ejemplo de la pirámide de Van Sweringen. Más tarde, los señores Ball y Thomson llevaron esta situación de control a una situación de bancarrota por un valor de 3.000.000 de dólares.
2. Antes de 1935, Henry L. Doherty & Co. tenía un 27% del poder de voto de la Cities Service Co. a través de la propiedad de 1.000.000 de acciones de 1 dólar por acción preferente que, a diferencia de las acciones ordinarias, tenían múltiples derechos de voto. Esta disposición, además de una estructura de capital piramidal, posibilitaba que 1.000.000 de las acciones preferentes controlara una corporación que tenía unos activos consolidados de cerca de 1.250.000.000 dólares. Véase *The Holding Company* de James C. Bonbright y G. C. Means, pp. 113-114, Nueva York, 1932.
3. Antes de 1930 la Standard Gas and Electric System, con unos activos consolidados de 1.200.000.000, estaba controlada por H. M. Byllesby & Co., principalmente a través de la propiedad de 1.000.000 de acciones preferentes a la par, de 1 dólar, similares a las de Cities Service Co. (*ibid*, p. 11). Más tarde tuvo lugar una reorganización completa de la estructura de capital, de manera que un capital social de 3.000.000 de dólares o menos tenía un control superior sobre esta empresa de servicios públicos de 1.200.000.000

de dólares (*ibid*, p. 116).

4. Unas acciones que tenían un valor contable de 8.000.000 de dólares y un valor de mercado todavía más pequeño, anteriormente controlaron los 1.000.000.000 de dólares del sistema de la Associated Gas & Electric (*ibid*, p. 122). En el transcurso de las audiencias que tuvieron lugar antes de la aprobación de la Ley de Sociedades de Cartera de Empresas de Servicios Públicos de 1935 se descubrió que los señores H.C. Hopson y J. I. Mange, que ocupaban una alta posición entre el grupo que quienes controlaban este sistema, entre 1923 y 1929 obtuvieron, mediante la maniobra de la sociedad de cartera piramizada, una rentabilidad anual media del 60,82% aplicable a su inversión total de 298.310 dólares. Véanse *Hearings on H. R. 5423*, ante el Comité de la Cámara de Comercio Exterior e Interestatal, parte 2, 74° Congreso y Iª sesión, pp. 1.473-1.476, Washington, D. C., 1935.
5. Los intereses de Insull controlaban, mediante una serie de seis estratos de sociedades de cartera, la compañía Tide Water Power. Esto se hizo con una inversión de solo el 0,02% de la inversión total de esta última, según se computaba en el valor contable de sus productos financieros en circulación. Esto suponía controlar 5.000 dólares sobre una inversión de 1 dólar. De forma similar, una inversión en la parte superior de la pirámide de 2,50 dólares a través de los intereses de Insull les possibilitaban el control de 5.000 dólares de inversión en la base de la pirámide, donde se situaba Florida Power Corp. a través de seis estratos de sociedades de cartera. Véase *Utility Corporations*, Sen. Doc. 92, parte 72-A, 70° Congreso y Iª sesión, pp. 159-161, Washington, D. C., 1935.

Nota 66 (Capítulos 12, 49 y 50)

Análisis de los bonos con garantías hipotecarias colectivas de Chicago, Milwaukee, St Paul, and Pacific Railway (varias series), con vencimiento en 1989

MEDIA DEL PRECIO EN 1939: CERCA DE 25

Esta emisión, que lleva aparejados varios tipos de interés, suma 139.000.000 de dólares, sin contar los bonos con garantía. Al precio de 25, la venta de toda la emisión supone unos 35.000.000. Los bonos tienen un primer derecho de retención sobre 6.000 millas de la red ferroviaria que se extiende a lo largo de 11.000 millas; también están garantizadas con

equipos y otros activos. La agrupación de los beneficios activos de todo el sistema (incluyendo la división de Terre Haute) en conformidad con los diversos derechos de retención hipotecarios indica que, después de dejar un margen para la financiación de equipos, son aplicables a esta emisión cerca del 60% de los beneficios restantes. Por lo tanto, dicho brevemente, vemos que un precio de 25 para los bonos con garantías hipotecarias colectivas es equivalente a un valor total de unos 60.000.000 por todas las propiedades de St. Paul, supeditadas a 29.000.000 de obligaciones para la compra de equipo valoradas por el mercado a la par. (Los gravámenes subordinados que no se incluyen en este total tendrán, en el mejor de los casos, un pequeño derecho sobre el activo.)

Este valor de cerca de 90.000.000 por las propiedades de St. Paul se asemeja al coste de reposición menos amortización superior a 660.000.000; a la capitalización total, a la par, de 739 millones; a la media de los 99.000.000 de ingresos brutos de 1934 a 1938; y la media del neto disponible de 8.100.000 dólares para intereses de esos cinco años. Si se deducen los intereses por la financiación de equipos (como equivalente a un gasto de explotación), el saldo de 7.000.000 de dólares es equivalente a casi el 12% del precio de mercado de varias emisiones de obligaciones de primera hipoteca.

Este punto de vista sobre la posición de las garantías hipotecarias colectivas indica que, *a menos que las perspectivas de futuro de St. Paul sean poco prometedoras*, estas deberían de valer más de 25 céntimos por dólar. ¿Cuánto más? Se pueden utilizar para esto dos sistemas de cálculo, en cada caso emplearemos la media de 1934 a 1938 como medida de la rentabilidad futura.

Sistema A. Valoración general con independencia de un plan específico de reestructuración, Supongamos que los beneficios netos de 8.000.000 de dólares soportan con solidez los 4.000.000 de dólares de gastos fijos, equivalentes a 100.000.000 de bonos al 4% de primera hipoteca con valor a la par. El saldo de 4.000.000 de dólares de beneficios puede ser capitalizado al 8%, para aportar 50.000.000 de dólares de capital subordinado a la primera hipoteca. Esto dará lugar a un valor de 150.000.000, es decir, 120.000.000 sobre las emisiones de bonos de financiación de equipos. A su vez, esto supone un valor de 72.000.000 por la hipoteca colectiva, es decir, el 52% del valor nominal frente a un precio de mercado de 25.

Este breve cálculo está supeditado a las siguientes cuestiones y requisitos:

1. ¿Puede una media de beneficios netos de 8.000.000 ser utilizada como medida del neto futuro? Esta cifra es de 2.000.000 más que lo

que se ganó en 1938, pero es de cerca de 1.400.000 dólares menos que los resultados de 1939. Las estimaciones de los «beneficios normales» futuros que se hicieron en enero de 1938 los fijaban en una cifra tan alta como 15.800.000 de dólares. Los resultados de la última década habían experimentado una variación de 30.000.000 en 1929 y de menos de 1.000.000 en 1932. El ratio de mantenimiento de 1934 a 1938 estaba muy por encima de la media de las otras empresas ferroviarias. Por todo ello, la cantidad estimada de 8.000.000 de dólares debe considerarse conservadora, pese a que los beneficios futuros del ferrocarril son cualquier cosa menos algo seguro.

2. Algunos de los valores atribuidos a este sistema deben destinarse para emisiones subordinadas y deducirse de parte de la garantía hipotecaria colectiva. Una reciente técnica de reestructuración señala que esta desviación del valor será comparativamente pequeña.
3. Es más importante la cuestión de si los 8.000.000 de beneficios justificarán los 150.000.000 del valor de mercado de la manera que hemos calculado. En este punto, es crucial la cuestión de los futuros desembolsos de capital que han de financiarse con los beneficios, de manera que se reduzca la cantidad distribuible a los poseedores de productos financieros. Diversos planes de reestructuración sugieren que anualmente se destinan para este fin entre 2.500.000 y 5.000.000, después de pagar los gastos fijos prioritarios. Si se sigue esta política, es improbable que 8.000.000 del total de beneficios den lugar a 50.000.000 de títulos prioritarios, ya que se podría pagar muy poco o nada de sus intereses.

En resumen, puede parecer que si se necesitara una importante provisión para gastos de capital nuestra estimación pudiera resultar muy generosa; por otra parte, es posible que esté basada en una estimación demasiado baja de los beneficios futuros.

Sistema B. Derivado de un plan específico de reestructuración. Para esto emplearemos el plan de reajuste propuesto por la ICC. En noviembre de 1938. Examinaremos e intentaremos evaluar los nuevos productos financieros asignados como bonos con garantías hipotecarias colectivas. El plan proporciona 3.865.000 dólares de gastos fijos» basados en los actuales bonos sobre equipos más 77.000.000 de una nueva serie primera con cupón del 3½%. Después se realiza una deducción de entre 2.500.000 y 5.000.000 (cantidad fijada por los directivos) para gastos de capital; después 3.600.000 dólares por los intereses de los bonos sobre ingresos de la serie A con cupón del 4½%; a continuación, 1.100.000 dólares por los intereses de los bonos sobre ingresos de la serie B con cupón del 4½%; después de lo cual viene un fondo de amortización y las nuevas acciones

preferentes y ordinarias.

Los bonos con garantías hipotecarias colectivas deben ingresar cerca de 350 dólares cada uno en la serie primera con cupón del 3½% y en la serie A con cupón del 4½% y de cerca de 240 dólares; pero la distribución dependerá de la serie B con cupón del 4½% y de las acciones preferentes. Después de la estabilización, la serie con cupón del 3½% obtendrá un valor final de mercado de 90. Los beneficios de 8.000.000 cubrirán nominalmente todos los intereses de la serie A con cupón del 4½%; pero la distribución dependerá de la asignación de fondos de capital. Parecen razonables los precios de mercado de, por ejemplo, 40 dólares por la serie A del 4½%; de 20 por la serie B del 4½%; y de 5 por cada preferente, estos dos últimos representan posibilidades especulativas. Estos podrían indicar un valor total de los bonos con garantías hipotecarias colectivas de 51 dólares, coincidiendo de cerca (como debe ser) con el resultado que se consiguió con el primer sistema.⁴⁸⁴

Conclusión. El precio de 25 para los bonos con garantías hipotecarias colectivas estará infravalorado, salvo que el futuro de los ferrocarriles sea tan sombrío que prácticamente todos los productos financieros de transportes estén en la actualidad sobre valorados. En cualquier caso, estos bonos resultarán ser mejores que las obligaciones subordinadas y las acciones preferentes de varias empresas ferroviarias solventes aunque todavía no estén firmemente arraigadas.

Una comparación entre Missouri, Kansas & Texas, y St. Louis-San Francisco (circular difundida en enero de 1922)

Introducción. Los nuevos productos financieros de la Missouri, Kansas & Texas Railway ofrecen atractivas posibilidades tanto para el inversor como para el especulador. El plan de reestructuración pendiente, que ha sido declarado hace poco como operativo, reduce los gastos fijos del sistema a una cifra muy conservadora, de manera que los intereses de los bonos deben cubrirse regularmente con un margen sustancial. Más aún, el excelente informe de la empresa ferroviaria bajo las presentes circunstancias promete una importante rentabilidad disponible para los títulos prioritarios. Finalmente se descubriría que la prolongada administración judicial por quiebra de M.K. & T. tendría que fortalecer la posición de las nuevas emisiones, porque durante ese período se habían

⁴⁸⁴ El «Plan de reestructuración final», publicado por la ICC en febrero de 1940, contiene ciertas variaciones con respecto al plan de Examen pero estos cambios no afectan a la conclusión que hemos llegado aquí.

hecho importantes desembolsos para la rehabilitación física de cada parte del sistema. La mejora resultante en las vías y en los equipos ha supuesto, a su vez, una mayor eficiencia operativa, de manera que sus costes de transporte durante el último ejercicio han sido considerablemente más bajos que la media de otras empresas ferroviarias.

Tabla I

	St. Louis-San Francisco				Missouri, Kansas & Texas			
	Tipo, %	Vencimiento	Precio aprox.	Rendimiento, %	Tasa, %	Vencimiento	Precio aprox.	Rendimiento, %
Bonos de obligación preferente	4	1950	69½	6,35	4	1970	65	6,35
	5	1950	83½	6,25	5	1970	78	6,50
	6	1928	96½	6,55	6	1932	92	7,15
Bonos sobre beneficios†	6	1955	73½	8,16	5	1967	45	11,11*
Bonos sobre ingresos†	6	1960	55½	10,81				
Acciones preferentes	(6)		38		(7)		25½	
Acciones ordinarias			21½				8¼	

* Asumiendo intereses totalmente pagados.

† Rendimiento ordinario determinado.

Al analizar el valor de los nuevos productos financieros de M.K. & T., es inevitable hacer una comparativa con los de la St. Louis-San Francisco. Ambos sistemas empresariales son bastante parecidos en cuanto a localización, carácter del negocio y estructura financiera. De hecho, la reestructuración de la Missouri, Kansas & Texas ha sido pauta después de la de Frisco, que fue terminada en 1916.

La semejanza de la capitalización de las dos empresas ferroviarias queda reflejada en la Tabla I, al comparar el precio corriente y los rendimientos de varias emisiones:

En las páginas siguientes expondremos la situación general de ambas empresas, con respecto a la capitalización y los resultados de explotación y, después, presentaremos una comparativa detallada de las emisiones de productos financieros respectivas. Nuestro análisis indica que M.K.&T. posee dos ventajas fundamentales con respecto a St. Louis-San Francisco:

I. Sus gastos fijos son más bajos en proporción con los beneficios brutos.

II. Su eficiencia operativa es mayor.

Gracias a estas importantes circunstancias que le proporcionan

superioridad, la empresa M.H.K. & T. puede proporcionar un grado de protección mayor para sus bonos, y una mayor rentabilidad relativa para sus acciones. Si nos basamos en el estudio de los dos sistemas de empresas, podemos sugerir a los poseedores de productos financieros de la St. Louis-San Francisco los siguientes cambios:

1. La serie de bonos de obligaciones preferentes de Frisco con cupón del 4%, la serie del 5% y del 6% a cambio de la correspondiente emisión de obligaciones preferentes a su precio más bajo.
2. La serie de bonos sobre ingresos de Frisco del 6% a 55½ por los bonos sobre beneficios de la serie de M.H.K. & T. del 5% a 45.
3. Las acciones ordinarias de Frisco a 21½ por las acciones preferentes de M.H.K. & T. a 25½.

Además, al juzgar individualmente los méritos de las emisiones de M.H.K. & T., podemos decir que los bonos de obligaciones preferentes son inversiones altamente rentables y muy seguras; y que los bonos sobre beneficios, así como las acciones preferentes y ordinarias tienen posibilidades de proporcionar provechosas oportunidades de especulación.

La empresa Missouri, Kansas & Texas y la St. Louis-San Francisco operaban básicamente en los mismos estados y, en muchos aspectos, competían. Por eso el carácter del negocio de ambas es bastante similar, excepto que Frisco transporta más carbón y madera y, en proporción, menos combustible. Las tasas por milla, tanto por transporte de pasajeros como por peso, son idénticas. M.K.&T., sin embargo, tiene unos promedios de carga del tren y de recorrido sustancialmente mayores.

TABLA II
Millas explotadas a 31 de diciembre de 1920

Estado	M.K. & T.	St. Louis-San Francisco
Missouri	544	1.720
Kansas	487	626
Texas	1.721	495
Oklahoma	1.036	1.517
Otros estados	19	898
Total	3.807	5.256

TABLA III
Año natural de 1920

Partida	M.K. & T.	St. Louis-San Francisco
Ingreso medio por carga del tren	442 toneladas	398 toneladas
Ingreso por tonelada del promedio del recorrido	248 millas	187 millas

Indudablemente, estas dos ventajas están relacionadas en buena parte con los costes de transporte de M.K.&T., que 1921 eran mucho más bajos.

Capitalización. La comparación de las emisiones de productos financieros de las dos empresas es la siguiente:

TABLA IV
Capitalización comparativa

Partida	M.K. & T.	FRISCO
Equipo y emisiones subyacentes	7.248.000 \$	86.782.000 \$
Bono de obligación preferente	93.073.000	121.748.000
Bonos sobre beneficios†	57.500.000	39.220.000
Bonos sobre ingresos		35.192.000
Acciones ordinarias	24.500.000	7.500.000
Acciones preferentes	783.155 acciones (sin valor nominal)	504.470 acciones (par 100 \$)
Cobros de intereses fijos	4.917.717	9.248.374
Cobros de intereses condicionales	2.875.000	4.750.912
Total cobros de intereses	7.792.717 \$	13.999.286 \$

Las cifras de la tabla anterior referentes a la empresa St. Louis-San Francisco fueron obtenidas del último informe disponible, con fecha 21 de diciembre de 1920. Los de M.K.&T. están basados en la presunción de que las acciones viejas se cambiarían siguiendo las pautas del plan de reestructuración. Sin embargo, es probable que algunos de los gravámenes prioritarios, especialmente los de la serie primera de cupón del 4%, con vencimiento en 1990, todavía permanezcan en circulación. En este caso, la cantidad de bonos subyacentes, como se dijo anteriormente, crecerá y la de los bonos de obligación preferente disminuirá, y el acumulado restante quedará prácticamente igual. Las perspectivas indican que los cobros de interés fijos ascenderán a algo menos del total que se ofrece en el mencionado plan, ya que mientras no se cambien la empresa ahorrará

anualmente $\frac{1}{2}$ del 1% en las de 40.000.000 de dólares de la serie 1^a del 4%.

Los «cobros de interés condicionales» representan las condiciones de los bonos sobre ingresos y sobre beneficios que solo han de pagarse si hay ganancias. Esta cláusula tan elástica es una fuente de poder para ambas empresas, ya que les permitirá reducir sus pagos de interés en los ejercicios críticos sin que por ello tengan problemas financieros.

TABLA V

Comparativa de beneficios brutos y cobros de interés por cada milla explotada

	M.K. & T.		FRISCO	
	Por milla	% del bruto	Por milla	% del bruto
Ingresos brutos*	16.870 \$	100,0	16.730 \$	100,0
Intereses fijos	1.300	7,7	1.790	10,7
Intereses condicionales	760	4,5	920	5,5
Total intereses	2.060 \$	12,2	2.710 \$	16,2

* La cantidad de 1921 está estimada en diciembre.

La Tabla V indica la ventaja que obtendrá M.K.&T. por la drástica reducción proporcional de sus cobros por interés. Esta precisará solo 7,7 céntimos por cada dólar ingresado, un coeficiente tan bajo como para garantizar en condiciones normales un importante margen de seguridad para los bonos de obligación preferente. A este respecto M.K.&T. debe disfrutar de una importante ventaja sobre St. Louis- San Francisco: sus cobros por intereses, tanto fijos como condicionales, que son proporcionalmente más bajos.

Capacidad de beneficios. Al comparar la rentabilidad de dos empresas, se suele tomar la media de los informes que recogen un cierto número de ejercicios. Sin embargo, en este caso, la perturbadora influencia del control federal impide que se pueda llevar a cabo ese procedimiento. Las cifras de los primeros ejercicios son demasiado remotas y las de 1917 a 1920 demasiado anómalas como para facilitar una base sólida para el análisis. Por ello es necesario dar un mayor énfasis a los resultados de explotación más recientes. Acaban de ser publicados los informes de los once meses que terminaban el 30 de noviembre de 1921. Si añadimos una onceava parte a estas cifras, en la Tabla VI se ofrece un estado de resultados aproximado del ejercicio completo.

TABLA VI
Estado de resultados del año natural de 1921 (estimación de un mes)

	M.K. & T.		FRISCO	
	Por milla	% del bruto	Por milla	% del bruto
Millas explotadas	3.784		5.165	
Ingresos brutos	63.842.000 \$	100,0	86.521.000 \$	100,0
Mantenimiento	24.635.000	38,6	26.874.000	31,1
Otros gastos de explotación	25.072.000	39,3	37.275.000	43,1
Impuestos	2.731.000	4,3	3.790.000	4,4
Arrendamientos, etc., menos otros ingresos	1.654.000	2,6	1.065.000*	1,2
Saldo de intereses	9.750.000	15,2	17.517.000	20,2
Intereses fijos	4.918.000	7,7	9.248.000	10,7
Intereses condicionales	2.875.000	4,5	4.750.000	5,5
Saldo de acciones	1.957.000	3,0	3.519.000	4,0
Requisitos de dividendos por preferentes	1.715.000	2,7	450.000	0,5
Saldo de acciones ordinarias	242.000	0,3	3.069.000	3,5

* Las cifras de 1920 solo se han usado parcialmente.

Si analizamos las cifras de la tabla anterior, es preciso que nos detengamos en los gastos de mantenimiento, que son mucho más elevados en el caso de M.K.&T. De manera que esta última empresa, por cada dólar que ingresa, dedica 36,6 céntimos a mantenimiento frente a los 31,1 céntimos que emplea Frisco. Se entiende que las cantidades que se gastan en mantenimiento están fijadas de manera arbitraria por la gerencia, una política a través de la cual pueden controlar más o menos artificialmente los resultados. En comparación con otras empresas de ferrocarriles de la misma zona, parece que Frisco ha tenido poco mantenimiento y que M.K.&T. ha dedicado dinero en exceso al mantenimiento durante el último ejercicio. El resultado de esta política tan diferente ha sido que los beneficios brutos de St. Louis-San Francisco se ven mucho *mayores* y los de «Katy» mucho *más pequeños* con respecto a lo que puede considerarse un gasto de mantenimiento normal.

Si en el caso de estas dos empresas, considerando para esta última el 35% del beneficio bruto, lo que en principio sería una cifra razonable, los beneficios netos de M.K.&T. serían 2.300.000 dólares mayores y los de

Frisco 3.280.000 dólares más pequeños que los resultados declarados.

De qué manera tan radical afectaría esta revisión al estado de varios productos financieros lo veremos en los análisis que exponemos a continuación:

TABLA VII
Capacidad de beneficios en 1921

Partida	Resultados reales		Resultados ajustados (ratio de mantenimiento igualado al 35%)	
	M.K. & T.	FRISCO	M.K. & T.	FRISCO
Interés fijo devengado	1.94 veces	1,89 veces	2,51 veces	1,54 veces
Total interés devengado	1.25 veces	1,25 veces	1,55 veces	1,02 veces
Ganado por acción preferente	8,00 \$	46,92 \$	17,39 \$	3,19 \$
Ganado por acción ordinaria	0,30	6,08	3,25	Cero

Bonos de obligación preferente. Aunque la emisión de bonos de obligaciones preferentes de M. K. & T. se venden varios puntos por debajo de los respectivos bonos de Frisco, la tabla anterior revela que aquellos están mejor garantizados. Porque, a pesar del mayor gasto en mantenimiento de «Katy», la cantidad que necesitaba de intereses fijos la ganó, en 1921, con un gran margen. Si se hace una adecuada asignación por la diferencia en gastos de mantenimiento, la diferencia superior de M.K. & T. Será aún más acentuada.

Bonos sobre ingresos y sobre beneficios. Los intereses de los bonos sobre beneficios de M.K.&T. con cupón del 5% serán acumulativos después de 1925, mientras que los bonos sobre ingresos de St. Louis-San Francisco con cupón del 6% son permanentemente no acumulativos. Durante los siguientes tres ejercicios, por lo menos, la mitad de los ingresos disponibles de los bonos sobre beneficios de M.K.&T. tienen que pagarse en intereses. Si tomamos como base los beneficios de 1921, es probable que los obligacionistas de los bonos sobre ingresos reciban el 5% total de ese ejercicio.

Estas emisiones de M.K.&T. y de Frisco tendrían el mismo rendimiento si se pagaran totalmente los intereses. Los bonos de «Katy» están más próximos a los del ferrocarril, al estar directamente subordinados a las emisiones de obligación preferente, mientras que la

serie de Frisco sobre ingresos con cupón del 6% está también sujeta a la hipoteca de ajuste. Como se indicaba en la Tabla Vil, en condiciones de operatividad normales, los bonos de beneficios de M.K.&T. deben tener una rentabilidad considerablemente mayor.

Preferentes al 7% de M.K.&T. (*Acumuladas a partir del 1 de enero de 1928*). Debido a la similitud de su precio de mercado, esta emisión es comparable a la de las acciones ordinarias de Frisco más que a la de preferentes de Frisco. Las preferentes de M.K.&T muestran un excelente resultado con respecto a los beneficios corrientes y resultan no solo preferibles a las ordinarias de St. Louis-San Francisco sino también una compra para especular atractiva por sí misma.

Acciones ordinarias de M.K.&T. Mientras que los dividendos de la emisión son indudablemente casi inalcanzables con respecto al mercado, rápidamente se reflejará una mejora en la situación general de los ferrocarriles o en la posición de la Missouri, Kansas & Texas. En su actual precio de 8¹A» dólares por acción, esta empresa posee unas posibilidades de especulación inusuales como emisión ferroviaria a bajo precio.

Comparativa entre Atchison, Southern Pacific y New York Central (circular publicada en abril de 1922)

Introducción. Recientemente, hemos asistido al despertar del interés por las acciones de ferrocarriles. Esto tiene una importancia especial porque se debe no solo a motivos de inversión sino también especulativos. Al aumento progresivo de las cotizaciones de bonos le ha seguido un impulso semejante de las emisiones preferentes y, ahora, la atención se desplaza hacia la inversión de las acciones ordinarias que presentan un registro de dividendos bastante estable.

Desde el punto de vista especulativo, también las acciones ferroviarias de mejor clase despiertan cada día mayor interés, lo que nos lleva a pensar en una mejora significativa de los beneficios brutos durante 1922 con respecto a los de 1921. Ya disponemos de datos sobre los sustanciales incrementos que ha habido en los cargamentos de vagones, y la mejoría se intensificará con la recuperación industrial que se espera a finales del ejercicio. La continua reducción de los gastos de explotación es todavía de mayor importancia, pues gradualmente se volverá a un ratio normal de beneficios netos entre ingresos brutos.

Por todo ello, las acciones ordinarias primarias merecen ser tomadas en cuenta tanto por el inversor como por el especulador. Aquí presentamos los resultados de un examen del estado contable actual y del último informe de las tres emisiones más destacadas de este tipo: Atchison,

Southern Pacific y New York Central. Algunos de los datos más importantes se resumen en la siguiente tabla:

Acciones ordinarias

Empresa ferroviaria	Precio aprox.	Tipo dividendos, %	Rendimiento, %	Beneficios por acción		Gastos fijos devengados en 1921
				1921	Media 1914-1921	
Atchison	100	6	6,00	14,69 \$	12,89 \$	4.00 veces
Southern Pacific	90	6	6,67	7,25*	8,35*	2,13* veces
New York Central	91	5	5,50	8,92	6,64	1,44 veces

* En parte estimados. Véase el texto.

Estas cifras revelan la preeminencia de Atchinson en cuanto a la capacidad de beneficios y al poder financiero. En comparación con la New York Central, muestra una generación de dividendos mucho más alta y una proporción mucho más pequeña de deuda representada por bonos. Mientras que Southern Pacific y Atchison pagan el 6% de dividendos, esta última ha mostrado una superioridad tan pronunciada en cuanto a la capacidad de beneficios como para justificar totalmente los diez puntos por encima que presenta en su cotización.

Además de su destacado registro de beneficios, cabe señalar las siguientes características de Atchison:

1. Su abundancia de activo disponible.
2. Sus valiosas posesiones petrolíferas.
3. Su baja y regularmente decreciente deuda consolidada.

El registro de las tres empresas se analizará con mayor detalle en las siguientes páginas. Si nos basamos en un estudio minucioso de los datos disponibles llegaremos a las siguientes conclusiones:

1. Que debe comprarse Atchinson en este momento tanto por ser una buena inversión como por su beneficio conservador para especulación.
2. Que Atchinson es más provechoso que Southern Pacific porque su capacidad de beneficios es bastante mayor.
3. Que las propiedades de inversión de New York Central podrían cambiarse por las de Atchinson para obtener una rentabilidad de las acciones más alta, una mayor media de rentabilidad y una estabilidad financiera superior.

Desde el punto de vista especulativo, debemos señalar que la pequeña cantidad de acciones de New York Central, en relación con la deuda representada por bonos y los ingresos brutos, puede originar un aumento más rápido de los beneficios por acción en condiciones favorables. Por el contrario, un declive por pequeño que sea de los beneficios netos puede reducir seriamente el saldo disponible para acciones.

Estructura corporativa. Al analizar la situación financiera de una compañía ferroviaria, a menudo se deben tomar en cuenta no solo sus operaciones, sino también las de las filiales o las de líneas férreas asociadas en las que tiene una inversión importante. Atchison y Southern Pacific publican informes financieros que comprenden los resultados de todo este complejo sistema o conjunto empresarial, sin embargo, la empresa New York Central declara separadamente las operaciones que realizan las líneas importantes de las que es accionista, y que constituyen una cantidad nada desdeñable. En la actualidad, las millas adicionales de estas empresas bajo control exceden a las que posee la propia New York Central. En cada ejercicio, sus filiales pasan una cantidad importante al patrimonio neto, una parte del cual corresponde realmente a las acciones de New York Central, aunque no se refleje en el rendimiento de la empresa matriz. Para proporcionar una base apropiada que nos permita evaluar el valor de las acciones de la New York Central, analizaremos su capacidad de beneficios según los datos tanto de sus cuentas anuales individuales como del informe integral que abarca a todas sus filiales. Una razón añadida para usar este informe integral se halla en un reciente información de que la New York Central intenta adquirir las acciones en circulación minoritarias de las empresas que controla para concentrar, de ese modo, todas las operaciones con la suyas.

La siguiente tabla ofrece una lista por separado de las filiales de la New York Central, junto con la cantidad de millas y el porcentaje de acciones que poseen dentro del sistema de empresas.

New York Central System

Empresa	Millas	% de acciones poseídas
N.Y. Central R. R.	6.069	
Cincinnati Northern	245	56,9
C. C. C. & St. Louis	2.421	50,1
Indiana Harbor Belt	120	60,0
Kanawha & Michigan	176	100,0
Lake Erie & Western	738	50,1
Michigan Central	1.865	89,8
Pittsburgh & Lake Erie	224	50,1
Toledo & Ohio Central	492	100,0
Total sistema	12.350	

Por lo que respecta a los registros de ejercicios anteriores, también debe revisarse el de la empresa Southern Pacific, con el fin de poder reflejar los ajustes que ha habido después de la reciente segregación de las propiedades petrolíferas. Es conveniente hacer una provisión para la eliminación de los anteriores ingresos procedentes del petróleo, así como para el cambio de bonos convertibles a acciones y para el ingreso de 43.000.000 de dólares en efectivo a través de la venta de las acciones de Pacific Oil.

Capacidad de beneficios. Los resultados de 1921 poseen un interés particular porque son los más recientes de que disponemos y también porque representan el primer ejercicio en que las operaciones son completamente independientes. El resumen del estado de resultados de 1921 es el siguiente:

Estado de resultados de 1921 (en miles de dólares)

Partida	Atchinson	Southern Pacific	N.Y. Central R. R.	N.Y. Central System
Millas	11.678	11.187	6.077	12.350
Ingresos brutos	228.925 \$	269.494 \$	322.538 \$	535.821 \$
Netos después de alquileres	41.268	39.823	56.679	90.615
Otros ingresos	11.082	8.000*	15.665	17.251
Total ingresos	52.350 \$	47.823 \$	72.344 \$	107.866 \$
Gastos fijos, etc.	13.018	22.800*	50.048	71.519
Dividendos preferentes	6.209			500
Aplicable a acciones minoritarias				4.302
Saldo de ordinarias	33.123	25.023	2.296	31.545
Por acción	14,69	7,25	8,91	12,62†

* Estimación. Véase texto.

† Por cada una de las acciones de N.Y. Central.

Beneficios anuales por acción ordinaria de 1914 a 1921

Año natural	Atchinson		Southern Pacific*		N.Y. Central R. R.		Sistema de empresas de N.Y. Central	
	Base de explotación	Bases garantizadas	Base de explotación	Bases garantizadas	Base de explotación	Bases garantizadas	Base de explotación	Bases garantizadas
1921	14,69 \$		7,25 \$		8,92 \$		12,62 \$	
1920	12,54	13,98 \$	1,89	8,61 \$	12,34(d)	5,49 \$	14,65(d)	9,68 \$
1919	15,41	16,55	7,03	8,40	6,23	7,97	10,73	8,62
1918	10,59	9,98	10,63	8,38	6,59	7,16	13,39	8,34
1917	14,50		13,96		10,24		13,25	
1916	15,36		11,00		18,26		23,50	
1915	10,99		8,90		11,08		13,80	
1914	9,03		6,01†		4,10		3,69	
Media:								
Bases operativas		12,89 \$	8,33 \$	6,64 \$	9,54 \$			
Bases garantizadas		13,14	9,06	9,16	11,69			

* Véase texto.

† Ejercicio finalizado el 30 de junio.

Los gastos fijos y los ingresos ajenos a la explotación de la Southern Pacific están calculados según el informe de 1920 y ajustados para reflejar la segregación de los terrenos petrolíferos.

Observaremos que Atchison obtuvo los mejores resultados* no solo en los beneficios por acción sino, sobre todo* en el pequeño ratio de gastos fijos entre beneficios disponibles. El estado de resultados conjunto de New York Central y de sus filiales revela unos importantes beneficios por acción* pero hemos de tener en cuenta la gran proporción de su capitalización total representada por los bonos y los contratos de alquiler.

Las conclusiones a las que nos llevan las cifras de 1921 se confirman con un estudio de los registros de cada empresa desde 1914. Nosotros ofreceremos las cifras de los beneficios anuales por acción, tal como se muestran en una de las tablas anteriores. En los ejercicios de 1918, 1919 y 1920 se presentan dos resultados basados en las operaciones reales y en los arrendamientos del gobierno y garantías. Como hemos señalado anteriormente, las cifras de la Southern Pacific están ajustadas.

También es importante observar que lo más destacado del informe superior es la regularidad con que se ha mantenido a partir de 1915 el neto de Atchinson a una cuota alta, a pesar de las anómalas condiciones que sufrieron durante este período las empresas de transporte en general. El contraste entre New York Central y Southern Pacific está especialmente acentuado en la transición al ejercicio de 1920.

Otro rasgo significativo es el incremento sustancial en los ingresos ajenos a la explotación de Atchinson, que aumentaron de 4.311.000 dólares en 1918 a 15.100.000 en 1919 y hasta 9.842.000 dólares en 1920. Una buena parte de estos beneficios procedía de sus propiedades petrolíferas, a las que no se les había dado la importancia suficiente.

Estadísticas de las operaciones. La superior capacidad de beneficios de Atchinson en comparación con las empresas Southern Pacific y New York Central se basa, en cierta medida, en una capitalización inferior relacionada con los ingresos brutos, pero de manera especial con unos gastos de explotación más bajos. La tabla siguiente muestra claramente la ventaja de la que disfrutaba la empresa Atchinson en los costes de transporte:

Análisis de los gastos de explotación

Porcentaje de ingresos brutos gastados en:	Atchinson			Southern Pacific			N.Y. Central R. R.		
	1921	1918-1920	1913-1917	1921	1918-1920	1913-1917	1921	1918-1920	1913-1917
Mantenimiento	36,9	36,0	30,1	33,9	34,3	25,4	31,9	36,3	29,9
Transporte, etc.	38,7	39,6	34,1	45,0	45,1	38,8	45,1	47,6	40,0
Total gastos explotación	75,6	75,6	64,2	78,9	79,4	64,2	77,0	83,9	69,9

Se observará que, de manera constante, Atchinson ha sido muy generosa con los gastos de mantenimiento. En comparación con la Southern Pacific» Atchinson ha dedicado de manera regular un importante porcentaje de sus ingresos para mantenimiento y un porcentaje mucho menor a gastos de transporte.

Estructura de capitalización. La proporción entre acciones y bonos es mucho mayor en Atchinson y menor en New York Central. La capitalización del sistema de esta última es bastante desequilibrado, de manera que los relativamente pequeños cambios en el rendimiento neto dan lugar a amplias fluctuaciones en el saldo disponible para cada tipo de acción. En un año próspero, esta preponderancia de deuda garantizada ofrece una aparentemente gran rentabilidad de las acciones, pero cuando vengan los tiempos de depresión esto supondrá una pesada carga para la empresa.

Productos financieros en manos del público (miles omitidos)

Productos financieros en manos del público (miles omitidos)

Clase de emisión	Atchinson	% del total	Southern Pacific (14 enero, 1921)	% del total	N.Y. Central R. R. (31 dic. 1920)	% del total	Sistema de empresas de N.Y. Central	% del total
Bonos y acciones garantizadas	289.888 \$	45,3	473.644 \$	57,9	840.110* \$	77,1	1.156.261* \$	77,5
Acciones preferentes	124.173	19,4					9.998	0,9
Acciones minoritarias							74.302	4,9
Acciones ordinarias	225.398	35,3	344.780	42,1	249.597	22,9	249.597	16,7
Total	639.459 \$	100,0	818.424 \$	100,0	1.089.707 \$	100,0	1.490.158 \$	100,0

* Incluye productos financieros de empresas arrendadas, y 66.700.000 dólares de alquileres y arrendamientos en efectivo capitalizados al 5%.

Conclusión. La situación singular de Atchinson en el sector ferroviario la ilustra de mejor manera su posición financiera. A pesar de que la empresa no ha vendido prácticamente bonos durante los últimos ocho años, el pasado 31 de diciembre compró cerca de 52.700.000 en bonos de caja y del Gobierno mientras que su pasivo corriente era de 28.279.000 dólares.

La combinación de una importante capacidad de beneficios y una estructura financiera fuerte explica que pueda esperarse un incremento de la tasa de dividendos.

Nota 67 (Capítulos 11,50 y 51)

El siguiente texto está extraído de las páginas 594-595 de la edición de 1934 de esta obra:

«*Un ejemplo actual.* Después de experimentar grandes pérdidas entre 1931 y 1932, Fox Film Corporation se recapitalizó a partir de abril de 1933 tras convencer a los depositarios de cerca del 95% de su deuda de que debían cambiar esta por acciones ordinarias. El resultado de esto fue que se cancelaron los préstamos bancarios y que su emisión de pagarés, que vencía en abril de 1936, se redujera de 30.000.000 de dólares a menos de 1.800.000 dólares. En diciembre de 1933, los pagarés al 8% se vendieron a 75 rentabilizándose por encima del 20% hasta el vencimiento. El mercado

de valores de las acciones ordinarias era de cerca de 35.000.000 de dólares y el activo corriente neto de cerca de 10.000.000 de dólares. Las cifras apuntaban a que la emisión de pagarés estaba ampliamente protegida y en consecuencia era barata a 75.

»¿Hasta qué punto era fiable esta conclusión? Sin miedo a equivocarse, se puede decir que o las acciones estaban muy lejos de valer 35.000.000 de dólares o de lo contrario la emisión de pagarés 1.800.000 dólares era totalmente segura. Una afirmación de este tipo es menos concluyente de lo que parece, porque bajo condiciones normales no se puede sacar ventaja de la diferencia entre los precios relativos de unas acciones altamente especulativas y una emisión prioritaria en grado de inversión.⁴⁸⁵

»El analista debe decidir si la emisión es una compra atractiva en sí misma. Si el negocio es muy inestable, incluso hasta un capital subordinado que fuera enorme podría desaparecer completamente y la emisión de pagarés no podría ser liquidada a pesar de sus reducidas dimensiones. En el caso de Fox Film tenemos, por una parte, un factor relevante dentro de una industria importante que aboga por una estabilidad necesaria por lo menos para asegurarse de poder deshacerse de esta pequeña obligación. Por otro lado, el negocio del cine ha sido altamente especulativo, y las ventas de Fox Film desde 1930 no inspiran mucha confianza.

»Nuestra conclusión es, sin embargo, que el respaldo tan extraordinario de estos pagarés, cuantitativamente hablando, en diciembre de 1933, redujo el riesgo de impago a proporciones mínimas. Al destacar una vez más el elemento de diversificación como una salvaguarda de todas estas operaciones, estamos diciendo que es muy probable que haya compras de este tipo que se realicen de manera bastante satisfactoria. Seguramente habrá pérdidas, pero la proporción de estas será sin duda mucho menor en un período normal como el de 1923 a 1927 que en uno tan catastrófico como el de 1930 a 1933.»

Consecuencias. La empresa cubrió casi seis veces sus gastos fijos durante su estabilización en 1933 tras la recapitalización. Cubrió sus gastos casi 5 veces en 1934, casi 10 veces en 1935 y unas 38 veces en 1936. Los pagarés fueron cancelados a la par en el momento de su vencimiento, el 4 de abril de 1936.

⁴⁸⁵ En el caso de Fox Film, el 6% de pagarés todavía eran intercambiables por acciones bajo el plan de recapitalización, es decir, a 18,90 dólares por acción. Si en lugar de una simple opción de conversión voluntaria fuera contractual, los pagarés de Fox hubieran sido, *desde todos los puntos de vista*, más superiores a 75 que las acciones a 14.

Nota 68 (Capítulo 51)

Memorándum para los depositarios de los bonos Victory (circular publicada en mayo de 1921)

Quisiéramos indicar cómo los depositarios de la serie de bonos Victory con cupón del 4¾%, con vencimiento el 1 de junio de 1923, podrían obtener beneficios si los cambiaran por la misma cantidad y a los precios corrientes por los de la serie cuarta Liberty con cupón del 4¼% y vencimiento en 1938.

En el momento de escribir este libro, los bonos Victory del 4¾% se estaban vendiendo a cerca de 97,70 dólares, y los Liberty del 4¼% a 87,20 dólares. El rendimiento ordinario en ingresos es el mismo en ambas emisiones: 4,86%. Dicho de otra manera, cada 400 dólares de los pagarés Victory pueden cambiarse por 450 dólares de la serie cuarta de Liberty del 4¼% sobre una base constante tanto de coste como de rendimiento en ingresos.

Sin embargo, los bonos Liberty tienen una gran ventaja sobre los pagarés Victory a la hora de valorar el futuro del mercado. El incremento posible de los pagarés Victory se limita estrictamente a dos puntos, porque su próximo vencimiento (1923) imposibilita su venta a una prima mayor. Los bonos Liberty, sin embargo, se venden a un precio tan rebajado con respecto a la par (más del 12½%) que no solo es posible sino también bastante probable que haya un importante incremento de estos durante los próximos años.

Para usar un ejemplo algo exagerado, si en 1923 todos los bonos Victory y Liberty hubieran tenido un rendimiento a la par, el aumento de la serie cuarta de bonos Liberty sería de más de doce puntos con respecto a solo dos puntos para los Victory. Si hacemos el cambio que hemos propuesto, el inversor liquidaría 450 dólares por cada 400 dólares de los efectos Victory que ahora posee. En cualquier caso, para que el mencionado cambio sea provechoso los Liberty del 4¼% necesitarán para aumentar solo dos puntos en los próximos dos ejercicios.

En este sentido, hemos de destacar que todo señala a favor de un inminente aumento de los precios de los bonos de máximo *rating*. La tendencia hacia unas tasas de interés más bajas es evidente, como se manifiesta con la reducción del tipo de redescuento federal. Por este motivo, en la actualidad, se prefieren las inversiones a largo plazo a los pagarés a corto plazo. Y, en consecuencia, el rendimiento que se obtiene con estos es considerablemente menor que los de aquellos cuyo vencimiento está próximo. Pero, en el caso de la emisión Victory, estos

pagarés a corto plazo pueden cambiarse por bonos Liberty a largo plazo sin ninguna reducción del rendimiento ordinario.

En las emisiones Liberty, las liquidaciones han sido drásticas y, hasta hace poco, constantes, pero esta etapa parece que está a punto de finalizar. Los bonos comprados con préstamos han sido en su mayoría pagados o vendidos; los títulos más endeblés casi han sido eliminados, y las emisiones Liberty ahora puede considerarse que están en manos de los verdaderos inversores. Esta importante mejora de la posición técnica comporta, a la fuerza, un importante aumento del precio como respuesta a cualquier actividad de compra.

Una ventaja adicional que puede obtenerse al hacer el cambio propuesto anteriormente radica en que los bonos Liberty están exentos (hasta unos límites) de sobretasas y de impuestos normales, mientras que los pagarés Victory solo de estos últimos.

Por estas dos importantes razones —la previsión de que haya una mayor revalorización bursátil del precio y una exención de tasas superior— recomendamos que los inversores transfieran los pagarés Victory en una cantidad equivalente a bonos de la serie cuarta de Liberty del 4¼%.

Nos gustaría poder brindar una mayor información relacionada con esta recomendación que hacemos y, de manera especial, poder explicar a los inversores el ahorro del que pueden beneficiarse en impuestos en estos momentos.

Nota 69 (Capítulo 52)

Las principios más importantes de la teoría de Dow son:

1. Las medias ponen de manifiesto tres tipos de fluctuaciones:
 - a. *Los movimientos primarios*, que son tendencias amplias y básicas al alza o a la baja que se extienden por períodos que van de menos de un año a varios años. El mayor objetivo de los teóricos de Dow es determinar estos movimientos.
 - b. *Los movimientos secundarios* duran de tres semanas a varios meses, y van en sentido contrario a la tendencia primaria.
 - c. *Las fluctuaciones diarias* se dan en cualquier dirección, son de carácter menor y de poca importancia excepto para determinar si se forman o no «líneas». Sin embargo, tienen que ser definidas y estudiadas porque forman los movimientos a largo plazo.

2. Los promedios del índice industrial y el del ferrocarril permiten confirmar si se deben extraer conclusiones fiables en relación con la naturaleza del movimiento que esté actuando. Aunque de manera general un mercado al alza es aquel en el que los sucesivos máximos de cada media sobrepasan los máximos precedentes, y los mínimos sucesivos son más altos que los mínimos precedentes (en los mercados a la baja es lo contrario), cada tipo de movimiento mayor está sujeto a interrupciones por movimientos opuestos de carácter secundario. Dichos movimientos secundarios deben retraerse entre uno y dos tercios del cambio en el precio primario en términos medios desde que termina el movimiento secundario precedente. Es evidente que el problema de determinar diariamente o semanalmente si un movimiento que está en marcha es secundario o si es un cambio de sentido de una tendencia mayor, se convierte en una tarea difícil.
3. Cuando los movimientos de varias semanas o más se encuentran encerrados entre ambas medias hasta alcanzar un 5%, se dice que se ha formado una «línea», que indica acumulación o distribución. Si ambas medias rompen por encima de la línea simultáneamente, la acumulación se deduce de allí y pueden predecirse unos precios más elevados. Si las medias rompen la línea por debajo simultáneamente, se derivan las conclusiones opuestas. Si una media rompe una línea sin que la otra corrobore esta misma acción, la señal es de carácter negativo.
4. Un mercado sobrevalorado se hace monótono en los repuntes y se vuelve activo en los declives; y los mercados sobrevendidos son monótonos en los declives y activos en los repuntes. La terminación de un mercado al alza se caracteriza por un gran volumen de operaciones y los mercados a la baja comienzan con pocas operaciones de compraventa.
5. Las acciones activas tienden a moverse en consonancia con las medias, pero las emisiones individuales pueden reflejar condiciones que le son propias y que provocarán desviaciones en los patrones que siguen las medias.

La anterior exposición de los principios de la teoría de Dow no proporciona muchos datos importantes ni explica la manera de operar de acuerdo con la teoría. Para un tratamiento más completo de la teoría y sus aplicaciones, véanse W. P. Hamilton, *The Stock Market Barometer*, Nueva York, 1922; Robert Rhea, *The Dow Theory*, Nueva York, 1932; Charles A. Dice, *The Stock Market*, pp. 486-506, Nueva York, 1926; Floyd F. Burchett, *Investments and Investment Policy*, pp. 672-688, Nueva York, 1938. Sobre el tema de la lectura general de gráficos, véase R. W.

Schabacker, *Stock Market Theory and Practice*, pp. 591-692, Nueva York, 1930.

Nota 70 (Capítulos 39 y 52)

La *Guía de acciones para inversores*, propiedad de Standard Statistics Co. Inc, hizo públicos los dos boletines siguientes en octubre y diciembre de 1933.

B (N.Y.S.E.)		BALDWIN LOCOMOTIVE WORKS			
Acciones	Calificación	Dividendos	Precio	Fecha	Rendimiento
Ordinarias	Compra II	No	11 ¹ / _e	21/12/33	No
Preferentes a 7 \$	Compra P.E.*	No	34 ⁷ / _e		No
Opciones de compra	Compra II		7		

* P.E. = Preferente especulativa.

CONSEJO: Los desarrollos constructivos a la vista son buenos para neutralizar los efectos adversos sobre las acciones ORDINARIAS, como consecuencia del eventual ejercicio del derecho de las opciones de compra de acciones. Las PREFERENTES tienen un interés especulativo a largo plazo.

SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS: aunque los gastos de explotación de Baldwin se han contenido al máximo, la falta de demanda de locomotoras en 1933 se reflejará probablemente en una pérdida neta durante el ejercicio. Recientemente, las reservas consolidadas han mostrado una expansión moderada y los pronósticos, en 1934, para la empresa han mejorado considerablemente a causa de préstamos que la PWA ha concedido a algunas compañías ferroviarias para la compra de nuevos equipos, incluyendo treinta locomotoras. Hay solicitudes de compra de otras empresas de transporte que están pendientes de los préstamos para equipos, lo que supondría un pedido de ciento treinta y tres locomotoras en total. Por todo ello, hay señales claras de que los transportistas han iniciado una nueva andadura hacia la modernización de su fuerza de arrastre, un programa que probablemente se aplicará a finales de 1934. Cabe esperar que Baldwin, debido a su fuerte posición comercial, obtenga una considerable parte del negocio. Mientras que los beneficios efectivos de las acciones ordinarias todavía están ausentes—especialmente desde que las acciones están sujetas a una considerable

dilución, por el mencionado ejercicio eventual de opciones de compra ligadas a cédulas hipotecarias consolidadas, que ha supuesto la compra a 5 dólares de 480.000 acciones ordinarias adicionales, parece que las pérdidas por acción ordinaria deben mostrar, a partir de este momento, una reducción. La POSICIÓN FINANCIERA es fuerte.

ANTECEDENTES: Baldwin Loco. Works es una de las dos constructoras de locomotoras de vapor más importantes del país. También se dedica a la forja y fundición, elabora maquinaria especial e hidráulica, motores, unidades de aire acondicionado, equipos de refrigeración, etc. La empresa tienen intereses accionariales en General Steel Castings y posee en Filadelfia valiosos bienes inmuebles.

CAPITALIZACIÓN: 15.500.000 dólares en deuda consolidada. 200.000 acciones prefer. acum. (100 dólares de valor nominal) al 7%, reembolsables a 125 dólares. 843.000 acciones ordinarias (sin valor nominal). Total de dividendos diferidos por preferentes en la actualidad: 17,50 por acción.

	Beneficios		Dividendos		Rango de precios	
	Ordinarias	Preferentes	Ordinarias	Preferentes	Ordinarias	Preferentes
1933	Est. 5,24(d) \$	Est. 15,50(d) \$	Ninguno	Ninguno	17 ⁵ / ₈ -3 ¹ / ₂	60-9 ¹ / ₂
1932	6,50(d)	20,39(d)	Ninguno	Ninguno	12-2	35-8
1931	6,55(d)	20,61(d)	0,87 ¹ / ₂ \$	3,50 \$	27 ⁷ / ₈ -4 ⁵ / ₈	104 ¹ / ₂ -15
1930	1,94	15,18	1,75	7,00	38-19 ³ / ₈	116-84

Advertencia: esta información ha sido obtenida de fuentes consideradas fidedignas, pero no está garantizada.

BRY (N.Y.S.E.)			BEATRICE CREAMERY CO.		
Acciones	Calificación	Dividendos	Precio	Fecha	Rendimiento
Ordinarias	Cambio	Ninguno	12 ¹ / ₂	10/17/33	Ninguno
Preferentes a 7 \$	Cambio	7 \$	72		9,9%

CONSEJO: a la vista de las incertidumbres de la situación a corto plazo, la posesión de acciones ORDINARIAS y PREFERENTES debe cambiarse por emisiones que tengan perspectivas más prometedoras.

SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS: las operaciones de las industrias lácteas siguen teniendo el obstáculo de que la situación en cifras de esta industria es desfavorable. La sobreproducción lechera por encima de las necesidades de consumo no solo ha ocasionado la acumulación paulatina de existencias de mantequilla y queso sino que también ha evitado que se mantuvieran los precios de estos productos básicos. El aumento de los

precios de la leche, desencadenado sobre todo por los controles que se han llevado a cabo sobre esta y por los acuerdos comerciales de la AAA, ha recaído prácticamente sobre los ganaderos. Además, los beneficios de la empresa —en los seis meses finalizados el 31 de agosto pasado— se vieron afectados negativamente por el incremento de costes de la NRA y por las bajas ventas de los helados durante julio y agosto, ios meses que habitual mente se realizan las mayores ventas. El rendimiento de las acciones durante este período ascendió a 4,47 dólares en las preferentes y a 0,28 dólares en las ordinarias, con respecto a los 6, 34 dólares y 0,82 dólares, respectivamente, del intervalo análogo del ejercicio anterior. Para el resto del año se prevé un beneficio incluso menor debido a factores estacionales. La recuperación promete ser lenta hasta que se terminen las reservas de leche. La POSICIÓN FINANCIERA es fuerte.

ANTECEDENTES: Beatrice es la tercera unidad de producción más grande de productos lácteos industriales. Anteriormente, la mayor parte de sus beneficios procedían de la mantequilla. En los últimos años, la empresa ha ampliado considerablemente sus actividades hacia el sector de helados y leche, además es distribuidora de queso, huevos y aves. Sus propiedades se encuentran principalmente en el Medio Oeste, pero ha iniciado una cierta expansión hacia los mercados de la parte este del país y de la costa del Pacífico.

CAPITALIZACIÓN: ninguna deuda consolidada; 107.851 acciones de pref. acum. (100 dól. nominal) al 7%. 377.719 acciones ordinarias (25 dól. nominal).

	Beneficios*		Dividendos†		Rango de precios‡	
	Ordinarias	Preferentes	Ordinarias	Preferentes	Ordinarias	Preferentes
1933	0,84(d) \$	4,03 \$	Ninguno	7,00‡	27-7	85-45
1932	3,54	19,30	2,50 \$	7,00	43½-10½	95-62
1931	7,12	32,49	4,00	7,00	81-37	111-90
1930	7,31	34,02	4,00	7,00	92-62	109¼-101¼

* Ejercicios con cierre el 28 de febrero.

† Años naturales

‡ Posible continuación.

Advertencia: esta información ha sido obtenido de fuentes consideradas fidedignas, pero no está garantizada.

Informes de la guía de acciones para inversores

(Publicación y *copyright* de Standard Statistics Co., Inc., 345 Hudson St., N.Y.)

NUESTRA EXPOSICIÓN EN LA EDICIÓN DE 1934

Es evidente que la recomendación de que se compraran acciones de Baldwin Locomotive y se vendieran las de Beatrice Creamery estaba basada principalmente en que las perspectivas del negocio de las máquinas locomotoras era bueno y las de la industria láctea eran malas. Con respecto a la primera, se sobreentiende que continuará mejorando durante unos años; en el caso de Beatrice Creamery, sin embargo, no es seguro que la afirmación sobre que «la recuperación promete ser lenta» presagie un retraso de meses o años.

El enfoque del analista de productos financieros sobre estas dos emisiones de ordinarias, si se basa en los principios y en la técnica que desarrollamos en este libro, sería bastante distinta —de hecho, casi la opuesta— a la que viene indicada en los «Informes de acciones» proporcionados anteriormente. Por lo que respecta a Beatrice Creamery, el razonamiento inicial que seguiría el analista sería algo así como: «Se sabe que las condiciones actuales no son favorables y que las perspectivas a corto plazo también se consideran en general desfavorables. El precio por acción ha bajado sustancialmente. ¿Es posible que las acciones tengan un valor intrínseco o permanente considerablemente superior al precio corriente bajo que está regido por las presentes circunstancias?»

En el caso de la Baldwin Locomotive, su razonamiento iría en la dirección opuesta:

«Las perspectivas de la empresa son decididamente mejores en 1934 de las que eran en 1933 y 1932. Sin embargo, las acciones se venden 5 veces el precio mínimo de 1932. ¿Son todas estas perspectivas lo bastante favorables y confiables como para hacer que las acciones resulten interesantes a su precio actual?»

Para responder a estas cuestiones sería conveniente hacer un análisis estadístico siguiendo más o menos la misma línea. (Estos datos no se presentan como una «comparación» entre Baldwin y Beatrice en el sentido habitual, sino más bien como una ayuda para llegar a conclusiones analíticas *independientes* para cada emisión.)

Partida	Baldwin Locomotive	Beatrice Creamery
A. Capitalización:		
Bonos a la par	15.500.000 \$	
Acciones preferentes en mercado	7.000.000 \$	7.750.000 \$
Total emisiones prioritarias	22.500.000	7.750.000
Acciones ordinarias en mercado	9.400.000	4.700.000
Opciones de compra en mercado	3.400.000	
Total emisiones ordinarias	12.800.000	
Total capitalización	35.300.000	12.450.000
B. Estado de resultados último:		
	12 meses finalizando en sept. 1933	12 meses finalizando en ago. 1933
Ventas	7.730.000	44.045.000
Beneficio neto antes de depreciación e intereses	1.000.000(d)	1.831.000
Amortización	1.850.000	1.605.000
Intereses	1.160.000	
Dividendos de preferentes necesarios	1.400.000	750.000
Resultado de ordinarias	5.410.000(d)	524.000(d)

C. Registro de beneficios (en miles):*

Ejercicio	Baldwin Locomotive			Beatrice Creamery			
	Ventas	Ganado por todo el capital	Ganado por acción	Ventas	Ganado por todo el capital	Ganado por acción	Ganado por acción ordinaria
1933	7.730 \$	2.850(d) \$	5.410(d) \$	44.045 \$	226 \$	524 (d) \$	\$ (d)
1932	10.579	2.941(d)	5.478(d)	46.264	434	323(d)	(d)
1931	20.436	2.982(d)	5.523(d)	54.059	2.101	1.363	3,54 \$
1930	49.872	4.202	1.637	82.811	3.354	2.626	7,12
1929	42.797	3.093	900	83.682	2.489	1.971	7,31
1928	37.214	600	1.104(d)	53.307	1.523	1.103	6,31
1927	49.011	3.400	1.685	52.744	1.223	890	6,66
1926	65.569	5.800	4.049	33.974	1.006	735	5,97
1925	27.876	500(d)	2.225(d)	35.050	1.003	760	6,18

* Baldwin: ejercicio con cierre el 30 sept. de 1933 y años naturales precedentes. Las cifras son comparativas, excepto las de 1925. Las cifras de 1925 a 1928 están corregidas para reflejar la media de amortización de 1.022.000 dólares por año, como se trató en el Cap. 34. Los beneficios sobre el capital total en 1928 son aproximados.

Beatrice: en 1933 el cierre de ejercicio fue el 31 ago.; en 1932 el cierre de ejercicio fue el 28 feb.; y de la misma manera de 1925 a 1931. No se incluyen las ganancias por la venta realizada por Beatrice en 1928 de 389.000 dólares en títulos.

D. Resultados del «Período normal» de 1925 a 1930:

Media de beneficios por la capitalización total de las obras de Baldwin Locomotive	cerca de 2.900.000 \$
Media de beneficios por acciones ordinarias y opciones de compra de Baldwin	824.000
Media de beneficios por acción de las ordinarias de Baldwin (suponiendo que se ejercieron las opciones de compra y que la empresa recibió el 6% de la cantidad recibida)	0,73 \$
Beneficios por acción máximos de las ordinarias de Baldwin (con ajuste)	3,17 \$
Media de beneficios por acción de las ordinarias de Beatrice	6,59 \$
Beneficios por acción máximos de las ordinarias de Beatrice	7,31 \$

Nota: debido a la continua expansión de Beatrice Creamery entre 1925 y 1932, que implicaba la emisión de acciones adicionales, los beneficios por acción ordinaria deben considerarse más significativos que las cantidades devengadas por las acciones ordinarias de manera global.

E. Cifras del balance (31 dic. 1932)

Partida	Baldwin	Beatrice
Activo corriente	13.900.000 \$	9.410.000 \$
Pasivo corriente	1.200.000	748.000
Activo corriente neto	12.700.000 \$	8.662.000 \$
Valor de activo material por acción ordinaria	26,50 \$	48,75 \$

Nota: las cifras del capital circulante de Baldwin están ajustadas para excluir los intereses de la empresa Midvalc de la que es accionista minoritario. El valor de activo de las acciones ordinarias de Baldwin ha sido ajustado presumiendo que se han ejercido las opciones de compra. El valor de activo de las ordinarias de Beatrice no se ha ajustado todavía debido al reconocimiento de deducción parcial de los activos fijos en 1933, cuya cantidad no ha sido declarada.

Un estudio de los documentos anexos no da razones para creer que las acciones ordinarias de Baldwin Locomotive son intrínsecamente atractivas a alrededor de 11 dólares la acción. Las únicas partidas notablemente favorables son los beneficios del ejercicio de 1926 y el valor contable; sin embargo, ninguno de estos puede considerarse particularmente significativo. Sucintamente podemos decir que la emisión parece tener un factor de «apalancamiento», es decir, una estructura de capitalización especulativa que se basa en la presencia de una gran cantidad de títulos prioritarios.

Sin embargo, este apalancamiento puede convertirse en un valor real

solo si los beneficios sobrepasaran cualquier cifra realizada desde 1926.

En el caso de Beatrice Creamery, la situación en cifras resulta significativa en dos cuentas importantes. La primera es la de los grandes beneficios por acción que se muestra de forma constante en los seis ejercicios que van del 925 a 1930, cuya cantidad regular asciende a casi el 50% del precio corriente de 127i. La segunda es la de las grandes ventas de la empresa por dólar de cada acción ordinaria en el mercado. Incluso en los bajos precios de los productos lácteos de 1933 había nueve dólares de ventas por cada dólar de acciones ordinarias. En 1929, el ratio era de alrededor de dieciocho a uno. Es evidente que se necesita solo una pequeña cantidad de beneficio por dólar de negocio realizado para producir un gran porcentaje de beneficios al precio actual de la acción.

Otras características de interés de las cuentas anuales de Beatrice son:

1. Desde el punto de vista técnico, la estructura de capitalización proporciona a las acciones ordinarias unas posibilidades de especulación especialmente favorables. Todo el gran capital preferente está representado por las acciones preferentes, lo que no supone ningún peligro financiero.
2. El gran valor del activo material en relación con el precio de mercado tiene también su importancia. Aun cuando este punto no debe considerarse muy seriamente, hay que tomar en cuenta que está relacionado con las probabilidades que tiene la empresa de ganar una cantidad razonable a muy largo plazo mediante las acciones ordinarias. A pesar de que se contempló llevar a cabo un reconocimiento de deterioro de valor parcial de los activos fijos, esta conclusión se mantendría en la revisión.
3. Suponiendo que el reconocimiento de deterioro de valor parcial esté justificado, eso implicaría que los gastos de amortización de los últimos ejercicios han sido mayores de lo necesario. En el ejercicio con cierre en febrero de 1934, el gasto de amortización se redujo a cerca de 1.400.000 dólares, con respecto a los 1.900.000 dólares del ejercicio anterior. Si esta tasa se hubiera aplicado durante el ejercicio de doce meses que terminó en febrero de 1933, la empresa hubiera mostrado algunos beneficios por sus acciones ordinarias en ese año.
4. La posición del capital circulante es fuerte para este tipo de empresa, y también lo es en relación con el precio de mercado de sus acciones.

Consideraciones cualitativas. *A. Baldwin Locomotive.* Puede parecer difícil llegar a una conclusión por lo que respecta a las perspectivas a largo plazo o a la capacidad de beneficios normal de esta empresa. La industria es una de las básicas, y la extremadamente baja tasa de la compra de

locomotoras durante los años pasados sin duda apuntaría hacia una gran demanda acumulada. No obstante, el negocio se ha mostrado extremadamente errático, y las opiniones en relación a su futuro son más conjeturas que predicciones inteligentes;

B. Beatrice Creamery: el negocio de esta empresa parecía ser estable y permanente. Hay que pensar que la demanda de productos lácteos no está sujeta a las variaciones que existen en la demanda de locomotoras. Mientras que las épocas de exceso de oferta podían afectar drásticamente a los precios de venta, las dificultades resultantes no son mayores que las que tienen innumerables sectores de negocios. Hay razones para creer que el sector de la industria de productos lácteos crecerá en el futuro lo mismo que hizo en el pasado. La recesión experimentada por la demanda durante el período de 1929 a 1933 fue un fenómeno natural ligado a la profunda depresión existente, y apenas se notará en los años siguientes. Beatrice Creamery no estaba tan bien situada como las dos empresas más importantes (Borden's y National Dairy Products), que poseen una mayor diversificación y disfrutaban de un negocio rentable en el registro de marcas comerciales. A pesar de eso, cuando las condiciones vuelvan a ser propicias, las probabilidades apuntan a que la rentabilidad de Beatrice Creamery experimentará una fuerte recuperación hasta llegar a un punto cercano a su anterior nivel de negocio consolidado.

Una predicción de este tipo puede estar equivocada, ya que hasta cierto punto está a merced del futuro. Pero en nuestra opinión las conclusiones que se basan en este tipo de razonamiento producen resultados más beneficiosos —por término medio y durante un espacio de tiempo mayor— que el tipo de «consejo del mercado» que representan los boletines que hemos citado al principio y al final de esta nota.⁴⁸⁶

Consecuencia. Las circunstancias de ambas empresas se desarrollaron de forma muy parecida a las que el analista podía haber previsto (que no profetizado) a finales de 1933. En el caso de Baldwin, a pesar de que se suponía que tenía mejores perspectivas, las pérdidas de 1934 fueron prácticamente las mismas que en 1933 y tuvo pérdidas durante todos esos ejercicios hasta 1939. En 1935, la empresa se acogió a los procedimientos del artículo 77B, y el precio de sus acciones ordinarias cayó a 1½ A finales de 1939 se estaba vendiendo al equivalente a 3 como nuevo producto financiero aceptado durante el proceso de reestructuración.

Beatrice Creamery declaró beneficios derivados de sus acciones

⁴⁸⁶ Nuestra crítica a algunos métodos individuales que sigue Standard Statistics, Inc. no debe interpretarse como una crítica general al trabajo de esta eminente institución. Por el contrario, esta merece grandes elogios por la precisión y amplitud de sus informaciones y por el empeño y la amplitud de miras que siempre ha mostrado al desarrollar sus propósitos y su técnica.

ordinarias durante el ejercicio que terminó en febrero de 1935. Sus beneficios crecieron de manera regular (a excepción de un ejercicio) hasta llegar a 3,81 dólares por acción ordinaria en el ejercicio de doce meses con cierre en noviembre de 1939. Al cierre de ese ejercicio las acciones se estaban vendiendo a 27½.

Nota 71 (Capítulos 26 y 28)

La tesis de Mead y Grodinsky puede resumirse de esta manera:

Todas las industrias tienen una etapa de descenso después de haber experimentado cierta expansión durante un período más o menos largo de tiempo. Una vez comienza el declive, es improbable que se vuelva atrás. De esta manera, las industrias pueden dividirse entre aquellas que están en expansión y aquellas que se encuentran en declive. El inicio del descenso puede detectarse por los siguientes síntomas: una demanda estacionaria, se recurre a las mejoras en lugar de a la ampliación, y se hacen esfuerzos por aumentar los precios y los préstamos monetarios. Una buena inversión debe circunscribirse estrictamente a las industrias en expansión y con preferencia a aquellas empresas que muestran características de progreso a través de la investigación. Esta inversión tiene que incluir obligatoriamente acciones ordinarias, puesto que la oferta de bonos y acciones preferentes en estos grupos es muy limitada. Para prever cualquier retroceso en el futuro, el inversor debe establecer unas reservas de amortización procedentes de sus ingresos y de sus beneficios principales.

Es innegable que este criterio refleja importantes realidades sobre las que se basan los negocios corporativos y la experiencia inversora, pero que proporcione un modelo factible de inversión es otra cuestión. Estas son algunas consecuencias de esta tesis que se deben tomar en cuenta:

1. Las inversiones en industrias en crecimiento y los cambios de las industrias en declive a las primeras deben hacerse independientemente de los precios corrientes. Si un importante número de accionistas siguiera este principio, el precio de las acciones «buenas» aumentaría increíblemente, mientras que las acciones poco prometedoras caerían hasta valer prácticamente nada, a pesar de sus beneficios y de su activo. La omisión del factor precio en esta teoría debe reflejar la convicción de que el precio es igual o que, por término medio, los inversores no tienen que pagar demasiado alto el diferencial por las acciones buenas. La conducta del mercado en la última década deja entrever ya la influencia de esta filosofía a través de las altas primas pagadas por las acciones en

crecimiento. La primera alternativa es claramente insostenible; la segunda es más dudosa. Su propagación podría llevar al descontrol.

2. El método formulado no es tan simple como parece, excepto por lo que se refiere al aumento de la producción sin costes complementarios. La inversión convencional tiene que cumplir tanto con las exigencias de la industria como con ciertos requisitos que se aplican a las empresas individuales; el depositario de valores debe estar alerta ante los signos evidentes de un inminente descenso y estar preparado para vender a pesar de que haya unos buenos beneficios o, por el contrario, un nivel del mercado malo.

Este método trae consigo la duda de si el número de industrias en expansión que pueden seleccionarse es tan restringido que cualquier gran concentración de inversiones en ese sentido se convierte en completamente impracticable o, si por el contrario, una diversificación digna de elogio dará lugar a errores o a rápidos cambios de rumbo. Mead y Grodinsky han tenido el valor de clasificar todas las empresas en dos clases: las de expansión (en un total de 61) y las de contratación, (un total de 50). Seguramente, debe de haber casos marginales, de hecho es fácil imaginar que un importante grupo medio estaría en un categoría indecisa y que esta posición segura se restringirá, por ejemplo, a los cuartiles superior e inferior.

Más importante es la posibilidad de que el crecimiento se detenga sin avisar, antes de que el inversor pueda recoger su dinero. Una significativa inclinación que corrige la tendencia se produce al comparar los cambios en los beneficios netos de los grupos industriales desde 1926 a 1930 (o desde 1928 a 1930) con un cambio posterior en 1936. Los datos de este estudio pueden observarse en las tablas de Mead y Grodinski o en los resúmenes de Standard Statistics de los beneficios netos de los grupos industriales de 1926 en adelante.

3. El consejo de evitar los bonos de las industrias en declive a favor de las acciones de industrias en expansión, que se da de una manera muy categórica,⁴⁸⁷ puede ser objetado por otros motivos. Los consejeros tratan por todos los medios de indicar (páginas 461-462) que el mecanismo del fondo de amortización puede retirar el capital preferente de las empresas que no están en expansión antes de que sea absorbido por el inevitable colapso final. Más aún, para evitar el

⁴⁸⁷ «El informe y la situación actual nos muestran que, en lo que respecta a la seguridad, las acciones ordinarias de las corporaciones prósperas de los grupos de industrias en expansión que no emiten bonos son más seguras que los bonos de las corporaciones prósperas que pertenecen a grupos de industrias en declive.» *The Ebb and Flow of Investment Values*, p. 298, Nueva York, 1939.

mismo destino trágico que le espera incluso a la industria en crecimiento —después de un intervalo más largo— Mead y Grodinsky insisten (páginas 465-467) en que el inversor de sus acciones ordinarias debe establecer su propio fondo de amortización de los dividendos recibidos o de los beneficios obtenidos, de esa manera solo una parte de él será realmente ganancia. Hemos de pensar que los bonos de Swift & Co. (una «industria en declive») deben denominarse seguros, por razones cuantitativamente obvias, incluso previendo una reducción del consumo de carne en el futuro, si bien no entendemos cómo pueden considerarse «seguras» las acciones ordinarias de Johns Manville —una emisión de máximo *rating* de una «industria en expansión»— sin tener en cuenta que el inversor compró a 155 en 1937 y a 58 en 1938.

4. Los estudios en los que Mead y Grodinsky basan sus principios de inversión nos sugieren otras conclusiones que serán de utilidad para los inver-

sores. Puede ocurrir en muchos casos que un principio de declive presagie la pérdida completa de la rentabilidad y prácticamente la pérdida total del capital de los accionistas y de los directivos, quienes, por muy competentes e imaginativos que sean, se ven imposibilitados de evitar la debacle. Pero, si ocurriera esto, los propietarios del negocio deben tener otras alternativas que no sean simplemente vender sus acciones a cualquier precio en el mercado. ¿No podría emplearse este mismo razonamiento, que pretende persuadir al depositario individual de que venda sus acciones, para disuadir a todos los accionistas de liquidar sus activos antes de que desaparezcan?

Creemos que *The Ebb and Flow of Investment Values* tiene un poderoso argumento que apoya nuestra tesis (desarrollada en los capítulos 43 y 44) de que la persistencia de un precio de mercado por debajo del valor de liquidación es una señal que clama que se le preste atención; que desafía a los accionistas a descubrir si sus intereses exigen que el negocio continúe como antes o que este cambie su política, que se venda o que sea parcial o completamente liquidado; y, finalmente, que la respuesta a esta crucial cuestión debe buscarse no en la gerencia —que tiene sus propios prejuicios e intereses particulares— sino en una agencia externa competente e imparcial.

Acerca de esta edición

Este proyecto comenzó a finales del año 2006 cuando un editor de McGraw-Hill me propuso realizar una nueva edición de *Security Analysis*. Acepté ser el editor de esta obra y, a lo largo de los meses siguientes, formé un equipo con tres editores adicionales: un prestigioso escritor e historiador financiero, un académico de primer orden en inversión en valores y un periodista financiero experimentado. Asimismo, contamos también con los comentarios sobre el texto original por parte de analistas actuales, que otorgan a la obra una perspectiva fresca acerca de su propia forma de invertir. Del mismo modo, hemos incluido un ensayo sobre inversión global. Teniendo en cuenta que dichas colaboraciones fueron entregadas y editadas a finales de 2007 y principios de 2008, no reflejan de un modo exhaustivo la crisis crediticia y el descenso del mercado que prácticamente lleva a la quiebra a un prestigioso banco de inversión como Bear Stearns en marzo de 2008.

La razón es que, en lugar de plantear un enfoque limitado sobre las recientes evoluciones del mercado, decidimos ofrecer un visión a largo plazo que pudiera aplicarse tanto en las buenas como en las malas épocas y, lo mismo que Graham y Dodd, nos concentramos principalmente en «conceptos, métodos, modelos, principios y, sobre todo, en el razonamiento lógico».

Para esta sexta edición, nos basamos en la segunda edición de *Security Analysis*, publicada en 1940, ya que era la más completa, así como también decidimos no modificar el texto de esta obra clásica. De esta forma, confiamos en que los lectores puedan apreciar tanto el magistral trabajo de Graham y Dodd como aprender qué es lo realmente importante en este mundo tan cambiante de hoy en día.

En este proyecto han colaborado once expertos financieros en lo que constituye una de las contribuciones más emblemáticas de la comunidad de inversores de valores. En los negocios, muchos de nosotros somos rivales, pero al mismo tiempo también somos amigos y colegas. Sabemos que ninguno de nosotros tiene todas

las respuestas y recordamos vividamente nuestros más grandes errores como si hubiesen sucedido ayer. Del mismo modo, reconocemos que

ninguno de nosotros ha perfeccionado el arte de invertir, que siempre hay nuevos desafíos y que sigue habiendo margen para mejorar. Al aunar los distintos puntos de vista de estos colaboradores y editores experimentados, confiamos en que esta sexta edición de *Security Analysis* sea una variada, rica y bien informada fuente de pensamiento de inversión, que resulte valiosa y continúe con la estela abierta de las cinco ediciones anteriores de esta obra.

SETH A. KLARMAN Editor
Mayo 2008

Agradecimientos

Debo mucho a los coeditores y colaboradores que sacaron tiempo de sus ocupadas vidas con el objetivo de compartir sus percepciones y experiencias con los lectores de esta edición. En nombre de todos ellos, me gustaría mencionar a nuestros autores, Benjamin Graham y David Dodd. A través de su obra y de su legado, han llegado a cada uno de nosotros de manera significativa; obviamente, sin ellos, esta colaboración nunca habría existido. También me gustaría dar las gracias a Warren Buffett por su prólogo tan personal y, lo que es aún más importante, por constituir la viva encarnación de los principios sobre la inversión en valores, el razonamiento sensato, la elevada integridad, y la generosidad de Graham y Dodd a través de la enseñanza y la filantropía.

Además, debo hacer mención de una deuda a Leah Spiro, quien tuvo la idea de reunir a profesionales destacados de la inversión financiera para que nos contaran cómo aplican los principios de Graham y Dodd hoy en día. Esta colaboración fue difícil de organizar, y algunas personas dudaron incluso de que se pudiera hacer. Desde luego, el proyecto se habría tambaleado si no hubiera sido por su perseverancia y liderazgo. Mis agradecimientos también a los numerosos profesionales de McGraw-Hill—incluyendo a Philip Ruppel, Herb Schaffner, Laura Friedman, Seth Morris, Lydia Rinaldi, Anthony Landi, Jane Palmieri, y Maureen Harper— que se aseguraron de que este fuera un trabajo del que todos pudiéramos sentirnos orgullosos.

SETH A. KJLARMAN Editor
Jefe

Sobre los colaboradores

Seth A. Klarman, presidente de la empresa Baupost-Group, L.L.C., con sede en Boston. Gestiona cierto número de asociaciones de inversión de éxito utilizando los principios de Graham y Dodd. En su prólogo, Klarman habla sobre el carácter atemporal de su filosofía, los cambios en el entorno con los que deben trabajar los inversores de valor y esas preguntas sin respuesta que siempre les exigirán un duro trabajo. También es autor de *Margin of Safety*, un libro clásico sobre inversiones. Klarman es el editor de esta sexta edición.

James Grant, fundador y editor de Grant's Interest Rate Observer, lleva escribiendo sobre los mercados y las cifras financieras más de treinta años. Es autor de cinco libros, incluyendo las biografías del financiero Bernard Baruch y el presidente John Adams. Es socio comanditado fundador de Nippon Partners, una entidad gestora de fondos de cobertura que invierte en Japón. La introducción de Grant nos lleva de vuelta a la época de Graham y Dodd para poder observar *Security Analysis* desde una perspectiva histórica. También ha trabajado como editor de esta sexta edición.

Roger Lowenstein, uno de los mejores periodistas financieros de Estados Unidos, nos ofrece sus entusiastas percepciones sobre la inversión financiera contemporánea. Lowenstein es un colaborador asiduo de *New York Times Magazine Portfolio* y *Smart Money*. También es autor de exitosos libros como *Buffett: The Making of an American Capitalist* y *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long Term Capital*. Su obra más reciente es *While America Aged*. Lowenstein también es director externo de la Fundación Secuoya.

Howard S. Marks, CFA, presidente y cofundador de la empresa, con sede en Los Ángeles, Oaktree Capital Management, comenzó a invertir en bonos de alto rendimiento y fue un firme partidario de Graham y Dodd. A simple vista, eso parece una contradicción, pero Marks dice que no es eso lo que importa. Su introducción de la Segunda Parte, que trata sobre las inversiones en renta fija, explica cómo pueden aplicarse de manera rentable las ideas de *Security Analysis* al mercado corporativo de valores de renta fija de hoy en día.

J. Ezra Merkin, socio gerente de Gabriel Capital Group de Nueva York, es uno de los inversores más destacados de hoy en día en valores en dificultades y quiebra corporativa. En «Sangre y juicio», la introducción a la Tercera Parte, Merkin expone diversos escenarios de quiebra ilustrados con casos reales y los analiza como oportunidades de inversión desde la perspectiva de un comprador de valores.

Bruce Berkowitz es el fundador de Fairholme Capital Management y el gestor del Fondo Fairholme, un fondo de inversión colectiva. Este inversor, que reside en Miami, nos ofrece sus percepciones sobre los dividendos corporativos y su equivalente moderno, o sea hoy en día, la reserva de fondos disponibles. A través de casos y anécdotas que forman parte de su propia experiencia, Berkowitz nos proporciona esta actualización clave de la sabiduría de Graham y Dodd.

Glenn H. Greenberg, CFA, cofundador y director gerente de la empresa con sede en Nueva York Chieftain Capital Management, reconoce que él no leyó nunca *Security Análisis* en la escuela de negocios y que, incluso a mitad de su carrera profesional, consideraba que el texto estaba un poco desfasado. Al leer el libro después de más de tres décadas en Wall Street, cree que es extraordinario por sus consejos sensatos e imperecederos. Su introducción a la Quinta Parte nos muestra cómo valorar a las empresas y sus cuentas de resultados con la mirada de un inversor de valor.

Bruce Greenwald es el profesor de Finanzas y Gestión de Activos de Robert Heilbrunn en la Columbia Business School y también es el responsable del Centro Heilbrunn para la Inversión de Graham y Dodd. En su introducción a la Sexta Parte, profundiza en el balance de situación corporativo y comparte con nosotros sus percepciones únicas sobre el más importante de los estados financieros. Es autor de *Valué Investing: From Graham to Buffett and Beyond*. Trabajó también como editor de esta sexta edición.

David Abrams dirige la empresa Abrams Capital Management, su propia asociación de inversión, con sede en Boston. En «La gran ilusión de los mercados de valores y el futuro de la inversión en valores», que es la introducción a la Séptima Parte, Abrams nos ofrece sus primeras experiencias del negocio de la inversión y nos invita a profundizar en el árido tema de los *warrants* y las opciones.

Tilomas A. Russo es socio de Gardner Russo & Gardner, una empresa con sede en Lancaster, Pensilvania. También es socio colectivo de Semper Vic Partners. A lo largo de más de veinte años, se ha especializado en inversión en valores a escala mundial. Su ensayo introduce la parte del libro que nunca llegó a escribirse, es decir, la inversión financiera en los

mercados mundiales (el tema era poco relevante en la época de Graham y Dodd, pero, hoy en día, es de gran importancia).

Jeffrey M. Laderman, CFA, ha trabajado como editor de esta sexta edición. Cuenta con una experiencia de veinticinco años como colaborador en BusinessWeek y ha escrito y editado artículos sobre todo tipo de temas financieros, desde las crisis en el mercado de valores hasta los escándalos comerciales. Actualmente es el editor de *On the Markets* y *The View*, dos publicaciones que están dirigidas a los clientes de Smith Barney y Citi Private Bank respectivamente.

Sobre los autores

Benjamín Graham fue una figura destacada de Wall Street, considerado el padre del análisis financiero moderno. Ha sido el fundador de la escuela de la inversión de valor, así como fundador y antiguo presidente del fondo de inversiones Graham-Newman Corporation. Graham enseñó en la Columbia University's Graduate School of Business desde 1928 hasta 1957. Popularizó el examen del coeficiente que relaciona el precio de un título y los beneficios por acción o PER (*price earnings ratio*), así como de la relación deuda-patrimonio neto, de los registros de dividendos, de los valores contables y del crecimiento de los beneficios. Es autor de *El inversor inteligente*, una popular guía para el inversor.

David L. Dodd fue colega de Benjamin Graham en la Universidad de Columbia, en donde trabajó como profesor de finanzas adjunto.