

LA EDUCACIÓN DE UN INVERSOR EN VALOR

Mi viaje de transformación en busca de la riqueza,
la sabiduría y la iluminación

GUY SPIER

Prólogo de

JUAN HUERTA DE SOTO

Analista de Cobas Asset Management



DEUSTO

La educación de un inversor en valor

Mi viaje de transformación
en busca de la riqueza, la sabiduría
y la iluminación

GUY SPIER

Traducido por Isabel Murillo



EDICIONES DEUSTO

Título original: *The education of a value investor*

Publicado por Palgrave Macmillan, 2014 por acuerdo con William Clark Associates

© Guy Spier, 2014

© de la traducción: Isabel Murillo, 2018

© de esta edición: Centro de Libros PAFP, SLU/Value School, 2018

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAFP, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-2951-6

Depósito legal: B. 18.850-2018

Primera edición: septiembre de 2018

Preimpresión: Medium Preimpressió

Impreso por Romanyà Valls, S.A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Sumario

Prólogo	9
Introducción	13
1. Del vientre de la bestia a Warren Buffett	17
2. Los peligros de una educación de élite	35
3. Caminar sobre ascuas: mis primeros pasos como inversor en valor	47
4. El vórtice neoyorquino	63
5. El encuentro con un maestro	79
6. La comida con Warren	93
7. La crisis financiera: caída al vacío	109
8. Mi propia versión de Omaha: la creación del entorno ideal	125
9. Aprendiendo a bailar claqué: el juego cobra un nuevo sentido	145
10. Herramientas de inversión: la construcción de un proceso mejor	159
11. La lista de comprobación del inversor: estrategias de supervivencia de un cirujano	179
12. Los negocios al estilo Buffett-Pabrai	203
13. La búsqueda del valor verdadero	219
Agradecimientos	229
Bibliografía y guía de lectura	239

Del vientre de la bestia a Warren Buffett

¡Oh, si esta carne mía, tan y tan sólida, pudiera ablandarse, fundirse y mezclarse con el rocío!

[...]

¡Cuán deterioradas, rancias, vanas e infructuosas me parecen todas las cosas de este mundo!

¡Qué vergüenza! ¡Ah, qué vergüenza! Es un jardín incultivable, donde sólo crecen cosas de vulgar naturaleza, dominándolo por completo.

Hamlet (acto I, escena II), de WILLIAM SHAKESPEARE

¿Te has sentido alguna vez así? ¿Odiándote a ti mismo? A diferencia de Hamlet, yo no tenía pensamientos suicidas. Pero me sentía casi tan desgraciado como él. Los banqueros de inversión me daban asco, sobre todo los que trabajaban conmigo. Y lo mismo sucedía con mi empresa. Y, lo peor de todo, sentía asco de mí mismo.

Menos de dos años atrás, me sentía preparado para conquistar el mundo. Por aquel entonces, era estudiante en la Harvard Business School (HBS). Previamente, me había graduado por la Universidad de Oxford, donde acabé primero de mi promoción en Economía. Todo parecía posible..., hasta que lo tiré todo por la borda con un único y temerario paso profesional.

En 1993, unos meses antes de graduarme por Harvard, tropecé con una oferta para trabajar como asistente del presidente

de D. H. Blair Investment Banking Corp. Había leído bastante sobre banca de inversión, y empecé a imaginarme como uno de aquellos prósperos «Señores del Universo».

Rebosante de juvenil confianza, viajé a Nueva York para reunirme con J. Morton Davis, el presidente de D. H. Blair. Antes de empezar su carrera, Morty había sido un pobre niño judío de Brooklyn. En 1959 consiguió graduarse por la Harvard Business School, y acabó siendo propietario y presidente de D. H. Blair, que se había fundado en 1904. La gente me había contado que aquel hombre había ganado cientos de millones de dólares.

Me reuní con él en un despacho de paredes forradas con paneles de madera que tenía en el número 44 de Wall Street. Las oficinas no habían experimentado ningún tipo de remodelación, y conservaban el aspecto de un banco de inversión tradicional de tiempos de John Pierpont Morgan. De hecho, la sede central de J. P. Morgan ocupaba el edificio prácticamente contiguo.

Morty era un vendedor consumado, y me cameló maravillosamente. Me comentó algunos de los grandes negocios que había hecho en sectores de moda, como el de la biotecnología, y añadió: «Tú, trabajando directamente conmigo, también empezarás enseguida a hacer grandes negocios». Me aseguró que lo que podía llegar a conseguir allí con él «no tenía límites» y, luego, me entregó un libro de Frank Bettger titulado *Del fracaso al éxito en los negocios*. Me gustaba que Morty fuera un hombre poco convencional, hecho a sí mismo y tremendamente exitoso.

Poco después, leí un artículo en *The New York Times* donde tildaba a D. H. Blair de correduría de bolsa «infame» cuyos «agentes son célebres por negarse a permitir que sus clientes vendan cuando solicitan la liquidación de algunos de sus valores». El artículo mencionaba, además, que los organismos reguladores del mercado de valores de Delaware habían «intentado revocar la licencia de Blair», y que los de Hawái decían que «Blair estaba utilizando prácticas de venta fraudulentas y engañosas». Cuando le pregunté a Morty sobre el artículo, me dijo que la gente envidia el éxito e intenta acabar contigo. Por aquel entonces, yo era lo bastante ingenuo como para creerme todo lo que me dijo.

Algunos de mis amigos de Harvard me miraron con suspicacia cuando se enteraron de que entraba a trabajar en D. H. Blair, pero ignoré sus advertencias. Yo era arrogante y algo rebelde, y estaba decidido a no seguir la vía estándar en firmas más reconocidas, como Goldman Sachs y J. P. Morgan. Quería labrarme mi propio camino y ser más emprendedor. Era como si Morty me hubiera hecho una oferta que no podía rechazar, aunque tendría que haberlo hecho. De modo que acepté, creyéndome ser el chico de oro y esperando que Wall Street me mostrara dónde estaba el dinero.

Rebosante de esperanzas, me incorporé a D. H. Blair en septiembre de 1993 con el grandioso título de «vicepresidente». Compartía un despacho del segundo piso, con paneles de madera y mal iluminado, con un banquero mayor y muy agradable. No había hecho gran cosa en sus muchos años allí, pero formaba parte de la escena y daba cierta apariencia de respetabilidad al banco de inversión.

Cuando llevaba sólo seis meses en mi puesto, me sentía ya un desgraciado. Había recibido, y seguía recibiendo, un montón de golpes duros. Para empezar, había creído que iba a ser el único asistente del presidente y que tendría la oportunidad de observar y aprender del maestro, ayudándolo a analizar la multitud de oportunidades que se cruzaban en su camino. Pero resultó que tenía dos asistentes más.

Los tres teníamos un MBA¹ nuevo y resplandeciente: Len lo había cursado en la Harvard Business School, Drew, en Wharton. Aquello parecía una selva, y no formábamos equipo. Enseguida me di cuenta de que nadie me necesitaba como analista. Empecé a aprender a las duras que aquello es lo normal en Wall Street: siempre hay más gente disponible y capaz de hacer a la perfección cualquier trabajo que haya que hacer. La competencia es intensa. Y siempre hay docenas de personas merodeando a tu alrededor a la espera de quitarte el puesto.

La única ayuda que podía aportar en aquel entorno, y lo que en realidad necesitaba mi firma, era encontrar nuevos nego-

1. MBA: *master in business administration*, o máster en dirección de empresas. (N. del E.)

cios. Consideré que podía asumir aquel reto. Al fin y al cabo, ése era uno de los ganchos que había hecho atractivo el puesto para mí. Pero la competencia era salvaje, tanto dentro como fuera de la firma. Y yo, además, era nuevo. Nuevo en D. H. Blair, nuevo en la banca de inversión y las finanzas, y nuevo en Nueva York.

Pero estaba decidido a no marcharme. Aquello habría sido reconocer la derrota. Permitir que mis compañeros de estudios supieran que había cometido un error era humillante. Y lo que es peor, me habrían tachado de rajado, y siempre habría tenido que cargar con aquella reputación. Lo que me motivaba, por encima de todo, era cómo me veían los demás, no cómo me veía yo a mí mismo. De haber sido al contrario, imagino que no habría durado allí ni un minuto; me habría largado. Pero necesitaba desesperadamente parecer un hombre de éxito.

Mi singular objetivo pasó a ser cerrar un buen trato. De esta forma podría cantar victoria y, luego, marcharme. De modo que esboqué la mejor de mis sonrisas y me machaqué la calle durante muchos meses, en busca de cualquier negocio o acuerdo que pudiera encontrar. Pero siempre volvía con las manos vacías. A pesar de la gran cantidad de testosterona que impulsaba mi determinación de triunfar en mi primer trabajo después de haberme graduado con un MBA, estaba fracasando estrepitosamente.

Mi problema no era sólo que los grandes (es decir, Goldman Sachs y Morgan Stanley) pillaran los mejores negocios. Había muchas más oportunidades. Pero conseguir atraer buenos negocios a D. H. Blair me exigió hacer cosas que no había hecho nunca.

La especialidad de D. H. Blair era el capital riesgo y la banca. Era una de las cosas que me había atraído de la firma: la oportunidad de estar en la vanguardia, de financiar startups con nuevas tecnologías que cambiarían el mundo. Ah, ¿y he mencionado ya que, además, iba a hacerme asquerosamente rico con todo aquello? A mi arrogancia y mi presunción, había que sumarles una buena dosis del orgullo típico de Wall Street. Estaba convencido de que estaba en el camino rápido hacia el nirvana.

Pero la dura realidad era que las compañías con tecnología o innovaciones que funcionaban de verdad, y que tenían el éxito asegurado, eran un espécimen extremadamente raro incluso entre la multitud que gozaba de financiación de los bancos de inversión más destacados, como Goldman Sachs y Morgan Stanley.

La inmensa mayoría de esas compañías se ubicaba dentro de la categoría del «podría tener éxito». Lo habitual era encontrarme con equipos directivos desesperados por hacer sus sueños realidad y dispuestos a hacer y decir lo que fuese con tal de conseguir financiación. Sin darme cuenta, empecé a hundirme en un mar de negocios cutres y a verme asaltado por emprendedores que confiaban en que yo les hiciese un poco de caso.

La inexorable lógica de la probabilidad esperada, que había aprendido en el instituto y posteriormente estudiado en Harvard en un curso titulado «Teoría de decisiones», decía que, si yo iba a recomendar invertir en cierto negocio, éste tenía que ofrecer al menos una probabilidad decente de ganar dinero. Teniendo en cuenta los muchos negocios que fracasaban y la cantidad ínfima de negocios que hacían que sus inversores ganaran un múltiplo interesante de la cantidad invertida, mis cálculos me llevaban a la conclusión de que, para invertir en un negocio, la probabilidad de éxito del negocio tenía que ser al menos del 50 por ciento. Pero, al cabo de un tiempo, comprendí que los estándares de D. H. Blair eran bastante más bajos.

En una memorable ocasión estuve presente en una reunión entre el banco y una pandilla que buscaba dinero para montar una empresa relacionada con la fusión fría. Después de haber estudiado los materiales y leer un poco su historial, espeté: «¡Científicamente no tiene sentido!».

Lo que quería decir, implícitamente, era: «¿De verdad pretendéis que ponga cara seria y le diga a mi gente que esta mierda va a despegar?».

En otro caso, nuestra firma había realizado la colocación de una oferta pública de venta (OPV) para sacar a bolsa una compañía que pretendía construir una nueva estación espacial —en conjunción con el cosmódromo de Baikonur, en Kazajistán— en función de unos contratos firmados con compañías y entidades en las que par-

tipicaban exfuncionarios del gobierno de aquella antigua república de la Unión Soviética. Los únicos activos de la compañía eran unos contratos incompletos redactados en un idioma extranjero que no parecía siquiera que fueran a ser aplicables ante un tribunal kazajo, y mucho menos en Nueva York o en Londres. Igual que había sucedido con aquella chorrada de la fusión fría, la probabilidad de que aquello despegara era muy baja.

Pero los negocios funcionaban así en D. H. Blair: uno encuentra las oportunidades más atípicas y, luego, se las endosa a un público inversor ingenuo y esperanzado que no tiene ni idea del tema.

Pero, para ser justo, tengo que decir que, aunque muchas de aquellas «oportunidades» acababan siendo una porquería y fracasaban, la firma también acertaba alguna que otra vez. Por ejemplo, había sido la entidad colocadora de la salida a bolsa de una de las primeras compañías de biotecnología, Enzo Biochem, en un momento en que era impensable hacer una OPV de acciones para una compañía sin beneficios. Y, de vez en cuando, D. H. Blair incluso sacaba a bolsa negocios que generaban beneficios reales y crecientes. Pero, entre éxito y éxito, la firma necesitaba forraje para alimentar la máquina de hacer dinero.

Por lo que a los negocios se refiere, además de las comisiones bancarias por las inversiones en efectivo, D. H. Blair se llevaba un buen pellizco con los *warrants* de las compañías que financiaba. Y por lo que a la inversión se refiere, D. H. Blair solía ser el único creador de mercado (*market maker*) en las acciones que colocaba. Con diferencias entre precio de compra y precio de venta que llegaban hasta el 20 por ciento, obtenía beneficios generosos simplemente comprando y vendiendo valores de las compañías para las que hacía de entidad colocadora. Como muchas instituciones de Wall Street, D. H. Blair iba siempre un paso por delante de sus clientes.

Pero generar volumen de negocio para las acciones y conseguir que un grupo amplio de gente se interesara por ellas exigía una gran labor de dirección de escena. Disfrazar una oportunidad mediocre, y con unas probabilidades de éxito dudosas, para transformarla en algo que despertara el interés del público comprador

formaba parte del papel que desempeñaban los analistas y los banqueros de inversión de D. H. Blair. Para conseguir que uno de aquellos negocios funcionara y lograr después que la rueda siguiera girando, los diversos actores tenían que representar su papel.

Los negocios de la fusión fría y del cosmódromo no iban a generar dinero enseguida, si es que acaso llegaban a generarlo algún día. Pero llamaban la atención. Aquellas compañías representaban ideas que capturaban la imaginación del público. Si un público inversor entusiasta acababa desarrollando una pasión por la energía fría o las estaciones espaciales, las acciones de esas compañías podían dispararse y multiplicar con creces su precio inicial de colocación en la OPV. Desde el punto de vista de un banco de inversión, aquel tipo de movimiento de precios convertía los negocios en un éxito asegurado, por mucho que la compañía acabara yéndose a pique. Cuando la acción subía, el banco ejercía el derecho de compra que le conferían los *warrants* y obtenía beneficios negociando las acciones. Si la compañía acababa quebrando, las acciones estarían muy repartidas, y ni D. H. Blair ni sus clientes se llevarían la peor parte de las pérdidas.

Para salir adelante en estas situaciones se necesitaban vendedores agresivos de todo tipo, razón por la cual D. H. Blair tenía una sección de correduría minorista equipada con agentes de bolsa insistentes que se dedicaban a llamar a los clientes desde una «sala de máquinas» instalada en la planta catorce del edificio. Estaban física y legalmente separados de los banqueros de inversión como yo, y oficialmente trabajaban para otra empresa. Mientras ellos formaban parte de D. H. Blair & Co., yo era empleado de D. H. Blair Investment Banking Corp.

Nuestro minúsculo equipo de banqueros era la cara aceptable y respetable de la compañía, mientras que los agentes eran los chicos de la trastienda que se dedicaban a endosar negocios dudosos a cándidos inversores minoristas. Recordaban de un modo estremecedor a los corredores de bolsa de la película *El lobo de Wall Street*, de Martin Scorsese, que era exagerada, pero no engañosa ni inverosímil. La planta catorce de D. H. Blair era un agitado mar de testosterona; me contaron que a veces habían subido incluso prostitutas para recompensar al mejor vendedor del día.

Yo no tenía trato directo con aquella gente, pero ellos dependían de que nuestro equipo de banca de inversión encontrara negocios que luego pudieran vender. Los banqueros podíamos vivir tranquilos porque estábamos encerrados en el agradable refugio de paredes de madera del segundo piso, mientras que las actividades del mundo real transcurrían doce pisos más arriba. Pero los corredores seguían necesitando a los banqueros como instigadores y posibilitadores.

Fue cuando llevaba aproximadamente un año en D. H. Blair que empecé a caer en la cuenta de que una parte importante del papel que se esperaba que desempeñase era precisamente aquella: la de disfrazar negocios de lo más sospechosos de tal modo que sus puntos negativos quedasen minimizados o ignorados, y su lado atractivo y celestial, bien subrayado.

No estaba allí para comportarme como un analista meticuloso y bien formado. A ellos no les servía para nada un árbitro tipo forense que investigara minuciosamente la idea, examinara la oportunidad y pronunciara su veredicto de la forma más precisa y honesta posible. Ahora, considerándolo en retrospectiva, veo con claridad que, para aquella firma, el valor de mi título por la Universidad de Oxford y mi MBA por Harvard era simplemente el de adornar sus negocios y sus documentos con mis inmaculadas credenciales. Era como una especie de hoja de higuera con la que tapar sus vergüenzas.

Cuando recuerdo aquella reunión con la compañía que quería dedicarse a investigar la fusión fría, veo lo naíf que yo era. En realidad, todo el mundo esperaba que yo representara mi papel. La negación de lo obvio se desarrolló como un diálogo tácito que fue más o menos así:

EQUIPO DIRECTIVO DE LA COMPAÑÍA DE FUSIÓN FRÍA: Señores ejecutivos de D. H. Blair, sí, les estamos tomando un poco el pelo. Estamos casi seguros de que esto no va a funcionar, pero llevamos años trabajando en ello y hemos invertido gran parte de nuestro propio dinero en el asunto. En cualquier caso, nadie puede demostrar al ciento por ciento que *no* funcionará. Además, piensen en la excitación que esta «cosa» provocará entre

los inversores y la prensa. ¡Sería la única compañía del mundo que se dedica a la fusión nuclear y que cotiza en bolsa!

LOS DEMÁS BANQUEROS DE D. H. BLAIR: Sí, es tremendamente improbable que esto despegue, pero necesitamos llenar nuestra cartera de proyectos para que ustedes, los directivos de la compañía, puedan hacerse ricos con sus acciones como fundadores, y nosotros, el banco de inversión, podamos hacernos ricos con las comisiones y la negociación de las acciones. Y, quién sabe, incluso podría llegar a ser un éxito, en cuyo caso nuestros clientes también ganarían dinero.

Yo, en medio de aquel cínico ritual, era tan inconsciente de todo que incluso comenté que aquello me parecía una falacia, y dije algo así como: «Hay mucha gente que dice haber conseguido la fusión fría, y ustedes no aportan nada nuevo». Y actué con tan poco tacto que solté una carcajada.

Sólo mucho después me di cuenta de que al instante me convertí en la persona más odiada de aquella sala. ¿Cómo podía despegar un negocio como aquél cuando memos como yo eran incapaces de mantener la boca cerrada? Era imposible que consiguiera triunfar en aquel ambiente si seguía manteniendo mi postura de imprudente honestidad.

Pero no quería reconocer la derrota. De modo que redoblé mis esfuerzos, trabajé más duro y me metí en más problemas. Sonreí un poco más y busqué un poco más. Y pateé muchas más calles.

Al final, encontré un negocio con mejores probabilidades de éxito que la mayoría. Esta vez, podía llevarme la mano al corazón y decir que, a pesar de los riesgos, aquel asunto merecía financiación. La compañía se llamaba Telechips, y, en 1994, tenía un dispositivo de comunicaciones que era a la vez ordenador y teléfono. El equipo directivo estaba liderado por C. A. («Al») Burns, que había trabajado en Bell Labs, y Randy Pinato, antiguo comercial de una de las «Baby Bells».² La idea era sólida, aunque

2. «Baby Bells» es la denominación informal de las compañías telefónicas regionales estadounidenses que se formaron a partir de la división de la empresa AT&T (llamada «Ma Bell»), en 1984. La creación de las Baby Bells

adelantada a su tiempo. Estamos hablando de un momento anterior a la comercialización de internet, y cuando los teléfonos móviles acababan de llegar al mercado.

Además, yo había encontrado un banquero de inversión con experiencia, Howard Phillips, que estaba dispuesto a trabajar conmigo para estructurar la operación y buscar financiación. Phillips tenía un historial sólido en Oppenheimer, y se había incorporado a D. H. Blair en categoría de semijubilado. Trabajaba en la oficina dos o tres días por semana, y yo le había caído bien.

Pero, después de descubrir una compañía con un equipo directivo sólido y de convencerles de que Phillips y yo éramos su camino hacia la financiación, descubrí todo un nuevo territorio de dolor y situaciones desagradables. A pesar de que bajo mi punto de vista Phillips y yo éramos socios a partes iguales, pronto descubrí que el reparto de nuestros honorarios no iba a ser al 50 por ciento. Él se llevaría la parte importante del pastel. Pero, aun así, si aquello salía adelante, no me quedaría otro remedio que aceptarlo.

El siguiente paso consistía en conseguir la aprobación del negocio. Me imaginé que, teniendo en cuenta la bazofia que había visto durante mi breve estancia allí, aquella propuesta, más que factible, saldría adelante sin problemas. Phillips y yo pasamos por el comité de inversión y recibimos una propuesta de acuerdo en la que constaba la valoración de la compañía y la cantidad que se ofrecía para Telechips, todo ello sujeto a un somero proceso de diligencia previa de auditoría (*due diligence*). Me sentía exultante.

E igual se sentían Al y Randy. Lo celebramos. Estaban eufóricos sólo de pensar que por fin se acabaría el agotamiento que conllevaba la búsqueda de financiación y podrían centrarse en la construcción de su negocio. Randy me dijo que habían estado trabajando también en una fuente alternativa de financiación muy creíble, pero que estarían encantados de trabajar conmigo porque era persona de su agrado.

(y la desmembración de AT&T) se derivó de la legislación antimonopolio estadounidense, promovida para crear más competencia dentro de la industria. (*N. del E.*)

Yo, por mi parte, había empezado a gastar con antelación parte de mi pequeño bono y pensaba ya en cómo publicar la noticia en *Class Notes*, el boletín de exalumnos de Harvard. Sería algo como «Guy Spier cierra su primer negocio a los dieciocho meses de terminar su formación en HBS».

Howard Phillips, que era perro viejo, no había gastado con antelación nada de su esperado bono, mucho más sustancioso que el mío. Debía de haber entendido que las someras verificaciones de la diligencia previa de auditoría no eran exactamente eso. Nuestro presidente, Morty Davis, había asignado la tarea a otro de los jóvenes banqueros de inversión, que se dedicó a encontrarle los tres pies al gato al asunto. Era increíble. Sobre todo después de haber apoyado sin problemas negocios mucho peores que aquél.

Al final, con los directivos de Telechips preguntándose a qué venía aquella demora, y yo sin encontrarle respuesta, fuimos todos convocados a otra reunión. El equipo de Telechips necesitaba desesperadamente financiación, puesto que la compañía se estaba quedando sin efectivo. Y entonces fui informado de que, tras la búsqueda de los tres pies al gato (perdón, del proceso de diligencia previa de auditoría), el negocio podía seguir adelante, aunque con una valoración muy inferior a la que se prometía en el acuerdo original, y con unos honorarios mucho más elevados para el banco de inversión.

Recibí una llamada de Randy, quien me comunicó que estaba horrorizado tanto por la conducta del banco como porque yo los había engatusado y les había hecho perder el tiempo. Lo único que pude hacer fue disculparme y decirles con toda sinceridad que jamás habría imaginado que las cosas fueran a dar aquel giro. Confiaba en que me creyeran, pero sigo sin saber si fue así. A nivel personal, perdí toda su confianza y su amistad, por supuesto.

Un par de días más tarde, Telechips aceptó el contrato con todas sus cláusulas, tal y como todo el mundo sabía que acabarían haciendo. El comité de inversión había ido dándoles largas hasta estar seguro de que aceptarían las condiciones, porque no tendrían otra salida. Yo estaba furibundo y asqueado, sobre todo conmigo mismo.

Ahora, mirándolo en retrospectiva, comprendo que en aquel momento me encontraba vacilando al borde de un precipicio moral. De haberme dejado arrastrar, voluntaria o involuntariamente, hacia la cultura de aquella firma, habría caído irremediablemente por él.

De hecho, unos años después de que me marchara de allí, D. H. Blair, enemistada con todos los organismos reguladores, se vio reducida a una sombra de lo que había sido. El negocio de correduría al por menor D. H. Blair & Co. cerró por completo en 1998. En 2000, *The Wall Street Journal* informó de que aquella sección y quince de sus directivos y empleados estaban imputados por 173 casos de fraude bursátil.

Entre otras cosas, la firma fue acusada de manipular precios de acciones para obtener beneficio y de utilizar tácticas de venta ilegales. Cuatro ejecutivos de la firma —el presidente, Kenton Wood, los vicepresidentes Alan Stahler y Kalman Renov y el jefe del grupo de corredores de bolsa, Vito Capotorto— fueron declarados culpables de fraude bursátil y de conspiración para fijar el precio de las acciones. *USA Today* informó de que D. H. Blair & Co. y sus ejecutivos habían tenido que pagar unos veintiún millones de dólares «para reembolsar las pérdidas a los clientes engañados».

El banco de inversión, que era una entidad separada, salió ileso de la situación y sin que su presidente, Morty Davis, fuera acusado de nada. Pero debió de ser una época horrorosa para él, sobre todo teniendo en cuenta que Stahler y Renov eran sus yernos. Morty recibió un buen rapapolvo por parte de la prensa. Por ejemplo, un artículo publicado en *Forbes*, en 1990, hacía referencia a «la controvertida figura del rey de los chicharrros, J. Morton Davis», que «se hizo rico recaudando dinero en el mercado privado y público para compañías que firmas con más clase jamás tocarían». Cuando acabé en Harvard y empecé a trabajar con él, no era precisamente eso lo que yo tenía en mente.

Lo triste del caso es que Morty no era en el fondo mala persona. Recuerdo haber asistido a una cena familiar en su casa un viernes y que me sentí conmovido por la amabilidad que había

tenido en invitarme. Era un hombre al que se podía admirar en muchos sentidos, y yo no soy quién para juzgar a nadie.

Pero, aun así, por lo que había visto de la cultura de D. H. Blair, sus problemas con los organismos reguladores eran algo que cabía esperar.

Por mi parte, no estoy seguro de lo cerca que llegué a estar de aquel precipicio moral. Pero sabiendo lo que sé ahora, puedo decirte que, aunque hubiera estado a mil kilómetros, eso habría sido estar demasiado cerca. Pensándolo ahora, creo que estaba peligrosamente ciego y que no supe ver los motivos y la moral o la ética de mis colegas. Lo cual es una prueba potente de lo estúpidos que podemos llegar a ser por muy inteligentes que seamos y bien formados que estemos.

La verdad es que tardé demasiado tiempo en comprender que aquel negocio estaba montado de tal manera que, si mi intención era ganar, tenía que perder todo lo que quedara de mi brújula moral. Durante meses estuve concentrado en las preguntas erróneas, preguntándome si lo que pasaba era que me costaba cerrar negocios o si hacía mal alguna cosa. Carecía de la experiencia y de la perspectiva necesarias para entender que lo que estaba mal era todo aquel ambiente.

Parte del problema residía en que la competencia era salvaje. Lo cual me llevó a creer que, si no estaba dispuesto a hacer alguna cosa, otro se apuntaría rápidamente a hacerlo. Este tipo de ambiente está perfectamente diseñado para que la gente fuerce todos los límites con tal de alcanzar el éxito. Es un patrón que se repite una y otra vez en Wall Street. A través de la ambición, el orgullo, la arrogancia o la ingenuidad, mucha gente brillante y trabajadora ha acabado perdiéndose en zonas grises.

Pero es importante dejar claro un punto: ningún miembro de la dirección de D. H. Blair me pidió nunca directamente que mintiera o tergiversara nada, por mucho que yo crea que uno de los aspectos principales de aquel lugar giraba en torno a tergiversar oportunidades ante un mercado crédulo.

Por ejemplo, les habría gustado que hubiera dicho que había realizado mi proceso de diligencia previa de auditoría en el asunto de la fusión fría y que lo había verificado. ¡Bang! Habrían te-

nido con ello la pieza escenográfica ideal para cerrar el negocio. Pero nunca lo dijeron con palabras tan explícitas. Las reglas del juego eran implícitas.

En D. H. Blair observé otro patrón que se desarrolla incontables veces en Wall Street. Todo el mundo quiere ganar dinero. De modo que los banqueros avariciosos más experimentados hacen oídos sordos, mientras que los banqueros más jóvenes, también avariciosos, pero más ingenuos, fuerzan los límites. En Lehman Brothers forzaron el apalancamiento. En Countrywide ignoraron las tasas de morosidad de los créditos hipotecarios de alto riesgo. En SAC Capital, hicieron oídos sordos al uso de información privilegiada.

Mi experiencia en D. H. Blair me ha ayudado a ver la frecuencia con que este tipo de cosas se repite en distintos ambientes de Wall Street. Durante la burbuja tecnológica de finales de la década de 1990, muchas compañías inestables fueron puestas por las nubes con elogios y fueron vendidas al público inocente. Por ejemplo, un analista como Henry Blodget, de Merrill Lynch, se mostró tremendamente optimista con las acciones relacionadas con internet, y se dedicó a vender monas vestidas de seda. Años más tarde sucedió algo muy similar con las agencias de calificación crediticia, cuyos analistas emitieron calificaciones positivas para obligaciones con garantía hipotecaria (*collateralized mortgage obligation*, CMO) y obligaciones de deuda garantizada (*collateralized debt obligation*, CDO) que acabarían desembocando en la crisis hipotecaria.

Por lo que a mí se refiere, mis devastadores dieciocho meses en D. H. Blair destruyeron mi limpia hoja de servicios y dejaron mi carrera profesional bajo mínimos. El currículum y la reputación que me había construido en Oxford y Harvard se quedaron reducidos a nada. Y en el mundo de los negocios, y más concretamente en el mundo de la inversión, la reputación lo es todo. Después de mi salida de D. H. Blair, durante años me sentí tan mancillado por aquella experiencia que tenía la sensación de que era incapaz de quitarme la suciedad de las manos.

Incluso ahora, escribiendo estas líneas, siento escalofríos. Una parte de mí se pregunta si escribir sobre el tema podría ser un error. Pero creo que es importante dejar claro lo fácil que es verse

atrapado en cosas que podrían parecer impensables, verse absorbido hacia un ambiente erróneo y tomar compromisos morales que pueden manchar gravemente nuestra reputación. Nos gusta pensar que somos capaces de cambiar nuestro entorno, pero la verdad es más bien al contrario: el entorno nos cambia a nosotros. De modo que hay que saber elegir con extremo cuidado el entorno en el que vamos a trabajar e incluso aquel en el que vamos a socializar, así como elegir siempre la gente adecuada. Idealmente, deberíamos mantenernos cerca de aquellos que son mejores que nosotros para convertirnos en personas como ellos.

Confío en que mi decisión de trabajar en D.H. Blair acabe siendo el peor error de mi vida profesional. Por suerte, aquello no acabó conmigo. En un artículo titulado «El trauma revela las raíces de la resiliencia», la psicóloga Diane Fosha cita una frase de Ernest Hemingway: «El mundo nos rompe a todos, pero, después, muchos se vuelven fuertes en los lugares rotos». ¿Por qué será que a algunos los traumas nos refuerzan en vez de rompernos?

Se trata de una gran pregunta que también puede aplicarse al terreno de los negocios y la inversión. Warren Buffett cometió uno de sus mayores errores cuando, a sus treinta y tantos años, invirtió en una empresa textil en quiebra llamada Berkshire Hathaway. Podría haber sido su ruina, pero acabó transformándola en el mayor monumento de su vida. Lo hizo en parte aprendiendo a invertir en negocios mejores en vez de apostar por las acciones «colilla» (como las de Berkshire), que Ben Graham le había enseñado a comprar. Tal vez D.H. Blair fuera mi acción colilla: una experiencia formativa a partir de un *shock* tóxico.

La idea de que la gente que alcanza el éxito es la que se levanta cuando la vida la castiga no es una idea pintoresca de libro de autoayuda. Un componente esencial de nuestra formación es aprender de nuestros errores, y si no cometemos errores, puede ser que nunca lleguemos a aprender. La verdad es que la debacle de D.H. Blair fue un componente esencial de mi formación como inversor en valor.

Una de las principales lecciones fue que jamás tenía que volver a hacer nada que pudiera manchar mi reputación. Como Buffett decía: «Para construir una reputación son necesarios

veinte años, pero con cinco minutos basta para destruirla. Si piensas en ello actuarás de un modo muy distinto». Otra lección fue que tenía que hacer todo lo posible para cambiar mi entorno profesional e intelectual.

Cuando descubrí el mundo de Warren Buffett fue como si hubiera encontrado un salvavidas. El descubrimiento se produjo un día de verano, coincidiendo prácticamente con el momento en que el negocio de Telechips llegó a mi mesa. Por entonces, yo estaba ya muy desilusionado con la vida que estaba llevando. Ya no comía bocadillos en mi mesa del segundo piso de D.H. Blair. Había perdido las ganas de construirme una carrera profesional de aquel tipo, pero no tenía ni idea de qué hacer, y me daba miedo marcharme de allí y quedar como un perdedor o un rajado.

Buscando una vía de escape, había salido a la calle a la hora de comer para comprarme un *falafel* o un *shawarma* en algún puesto callejero. Después me acerqué dando un paseo hasta el Zuccotti Park, a la sombra del World Trade Center, para ver un rato a la gente que suele jugar al ajedrez allí.

De vuelta solía pararme en una librería especializada en negocios que hay en Broadway, casi tocando a Wall Street, para echar un vistazo a las estanterías. El primer libro que compré allí fue *Bond markets, analysis and strategies*, de Frank Fabozzi.

Me ensimismé con sus discusiones técnicas sobre emparejamiento de activos y pasivos y los cálculos de la duración de los bonos. Durante un tiempo, me imaginé incluso como un gestor de bonos.

En otra visita a esa librería, elegí el imprescindible libro *El inversor inteligente*, de Ben Graham, con un prefacio de Warren Buffett. Una vez lo empecé, no podía dejarlo. Graham hablaba con elocuencia y explicaba que poseer una acción no es tener un trozo de papel que poder negociar, sino estar en posesión de una parte de un negocio de verdad. Hablaba también de tratar al «Señor Mercado» como un maniaco depresivo y aprovechar sus cambios de humor. Decía que cuando el mercado oscila entre el miedo y la avaricia, los inversores pueden sacar un buen provecho centrándose con la cabeza clara en el valor intrínseco de las compañías y explotando la discrepancia entre su precio y su

valor real. A veces intuyes que lo que te dicen es cierto. Y para mí, la filosofía de la inversión en valor (*value investing*) tenía tanto sentido que me pareció obvia.

Leí a continuación *Buffett: the making of an American capitalist*, una brillante biografía escrita por Roger Lowenstein. Los detalles de la vida de Buffett me cautivaron. El contraste entre su forma de vivir y la vida que yo llevaba no podía ser más flagrante. Y su ética de los negocios y las experiencias que había vivido yo en D. H. Blair no podían ser más opuestas. Buffett no trabajaba en un nido de víboras. No buscaba pretextos para vender bazofia de origen dudoso a esforzados trabajadores, ni hacía trapicheos para hacerse con una parte de la comisión más grande y apuñalar a los colegas por la espalda.

Yo no tenía ni idea de cómo poner en práctica todo aquello en mi vida. Pero sentía una necesidad intensa y desesperada de salir de donde estaba y acercarme a donde estaba él. Fue como si me estuviera tendiendo la mano para poder salir de la ciénaga moral en la que me estaba hundiendo. Y me aferré a esa mano como si me fuese la vida en ello.

Este libro explica mi viaje desde aquel lugar oscuro hacia el Nirvana donde vivo ahora.