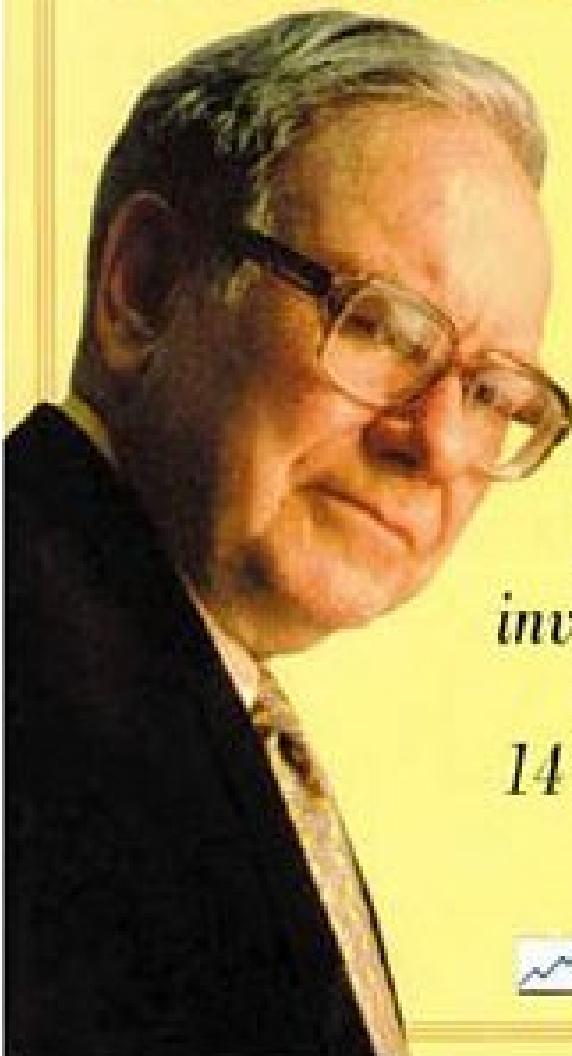


**ROBERT G. HAGSTROM, JR.**

**PRÓLOGO DE PETER LYNCH**

# **WARREN BUFFETT**



**BEST-SELLER  
DEL NEW  
YORK TIMES!**

*Estrategias del  
inversor que convirtió  
100 dólares en  
14 billones de dólares*



**GESTIÓN 2000**

# **Warren Buffett**

**Estrategias del inversor  
que convirtió 100 dólares en  
14 billones de dólares**

**Prólogo de Peter Lynch**

**ROBERT G. HAGSTROM, JR.**



**GESTIÓN 2000**

# Índice

Prólogo .....	11
Prefacio .....	17
1. El acontecimiento Five-Sigma .....	23
2. Dos hombres sabios .....	47
3. El Sr. Mercado y los lemmings .....	69
4. La compra de una empresa .....	93
5. Inversiones permanentes .....	115
6. Renta fija .....	173
7. Renta variable no permanente .....	195
8. Otras inversiones interesantes .....	229
9. Un hombre poco razonable .....	257
Apéndices .....	273

## Prólogo

Un día entre semana, a principios de 1989, me encontraba en casa cuando sonó el teléfono. Nuestra hija mediana, Annie, que entonces tenía once años, fue la primera en ponerse. Me dijo que quien llamaba era Warren Buffett. Yo estaba convencido de que era una broma. El que llamaba empezó diciendo: «Soy Warren Buffett desde Omaha (como si yo pudiera confundirle con cualquier otro Warren Buffett). Acabo de terminar de leer su libro. Me ha encantado y me gustaría citar una de sus frases que aparece en el informe anual de Berkshire. Siempre había querido escribir un libro, pero nunca había encontrado tiempo para ello». Me habló muy rápidamente y con mucho entusiasmo, por lo menos dijo cuarenta palabras en quince o veinte segundos, incluyendo un par de carcajadas y risas ahogadas. Creo que estuvimos hablando durante cinco o diez minutos y recuerdo que terminó diciendo: «Si alguna vez visita Omaha y no pasa a verme, su nombre estará totalmente desacreditado en Nebraska».

Como estaba claro que yo no quería que mi nombre quedara desacreditado en Nebraska, unos seis meses más tarde acepté su oferta. Warren Buffett me ofreció una gira personal por toda su oficina (lo que no duró mucho, ya que todo el conjunto cabría en menos de la mitad de un campo de tenis), y saludé a los once empleados. No había ni un sólo ordenador ni una sola máquina de cotización de acciones.

Alrededor de una hora más tarde fuimos a un restaurante local donde seguí su ejemplo y tomé un bistec sensacional y mi primer refresco de cereza en treinta años. Hablamos de los trabajos que tuve cuando niño, de béisbol y bridge, e intercambiamos historias sobre empresas en las que habíamos invertido en el pasado. Warren comentó o respondió a preguntas sobre cada acción y operación que Berkshire –nunca llamaba a su empresa Berkshire Hathaway– poseía.

¿Por qué Warren Buffett es el mejor inversor de la historia? ¿Cómo es él como individuo, accionista, gerente y propietario de compañías enteras? ¿Qué es tan único en el informe anual de Berkshire Hathaway, por qué le dedica tanto esfuerzo, y qué es lo que alguien puede aprender de él? Para intentar responder a estas preguntas hablé directamente con él, y volví a

leer los cinco últimos informes anuales y sus informes anteriores como presidente (los informes de 1971 y 1972 sólo tenían dos páginas de texto cada uno). Además estuve conversando con nueve individuos que habían estado relacionados con Warren Buffett y con diferentes puntos de vista durante un período del pasado que va de 4 a más de 30 años: Jack Byrne, Robert Denham, Don Keough, Carol Loomis, Tom Murphy, Charlie Munger, Carl Reichardt, Frank Rooney y Seth Schofield.

Por lo que respecta a sus cualidades personales, las respuestas fueron totalmente uniformes. Warren Buffett es, ante todo, una persona muy satisfecha. Le encanta todo lo que hace, como tratar con la gente y leer cantidades masivas de informes anuales y trimestrales así como numerosos diarios y publicaciones periódicas. Como inversor posee disciplina, paciencia, flexibilidad, valor, confianza y firmeza de carácter. Está siempre buscando inversiones en las que se haya eliminado o minimizado el riesgo. Además, es muy experto en probabilidades y en el cálculo de las mismas. Opino que esta habilidad procede de un amor inherente a los cálculos matemáticos sencillos, su devoción y activa participación en el juego del *bridge*, y su larga experiencia en suscribir y aceptar grandes niveles de riesgo en seguros y reaseguros. Está deseoso de aceptar riesgos cuando las probabilidades de pérdida total son bajas y la probabilidad de ganar mucho es alta. Disfruta tomándose el pelo a sí mismo y felicita a sus asociados en términos objetivos.

Warren Buffett es un gran estudiante de los negocios y un oyente maravilloso, y es capaz de determinar cuáles son los elementos clave de una empresa o un tema complejo con gran rapidez y precisión. En sólo dos minutos puede tomar la decisión de no invertir y sacar la conclusión de que es la hora de hacer una gran adquisición al cabo de unos pocos días de investigación. Siempre está preparado, porque como dijo en un informe anual, «Noé no empezó a construir el Arca cuando ya estaba lloviendo».

Como directivo casi nunca llama a un jefe de división o al director de una empresa, pero le encanta que le llamen a él, a cualquier hora del día o de la noche para informarle de algo o solicitar sus consejos. Después de invertir en unas acciones o adquirir toda una empresa, se convierte en un animador y en una caja de resonancia: «En Berkshire no les decimos a los bateadores con un 400 % de aciertos cómo tienen que golpear», utilizando una analogía de gestión de béisbol.

Dos ejemplos de la buena voluntad y predisposición a aprender y adaptarse son el hablar en público y la utilización de los ordenadores. En 1950, Warren invirtió 100 dólares en un curso Dale Carnegie «no para impedir que me temblaran las piernas cuando hablaba en público, sino para hablar en público cuando me temblaban las piernas». En la reunión anual de Berkshire ante más de 2.000 personas, Warren Buffett se sienta en un escenario con Charlie Munger y, sin notas, habla y responde a las preguntas de un modo que complacería a Will Rogers, Ben Graham, el Rey Salomón, Phil Fisher, David Letterman y Billy Cristal. A principios de 1994 y para poder

jugar más al *bridge*, Warren aprendió a utilizar un ordenador para poder unirse a una red en la que se puede jugar con otras personas de todo el país. Quizás en el futuro próximo empezará a utilizar algunos de los cientos de departamentos de información y de recuperación de datos sobre empresas que hoy en día pueden encontrarse en los ordenadores a fin de poder realizar más investigación sobre inversiones.

Warren Buffett recalca que el factor crítico para las inversiones es determinar el valor intrínseco de un negocio y pagar un precio justo o de ganga. No le importa lo que la bolsa ha hecho recientemente o hará en el futuro. En 1988 y 1989 compró más de un billón\* de dólares de Coca-Cola después de que las acciones hubieran subido el quíntuple durante los seis años anteriores y más de quinientas veces en los sesenta años previos. Cuadruplicó su dinero en tres años y planea ganar mucho más con Coca-Cola en los próximos cinco, diez y veinte años. En 1976 adquirió una gran participación de GEICO cuando las acciones habían bajado de 61 a 2 dólares y la percepción general era que, sin lugar a dudas, las acciones bajarían a cero.

¿Cómo puede el inversor medio emplear los métodos de Warren Buffett? Él nunca invierte en negocios que no puede comprender. Todos los inversores pueden, con el tiempo, conseguir e intensificar su «Círculo de Competencia» en una industria en la que se encuentren profesionalmente involucrados o en algún sector de los negocios en el que disfruten investigando. Uno no tiene que tener razón muchas veces en toda su vida, ya que Warren manifiesta que doce decisiones de inversión en sus cuarenta años de carrera son lo que han representado toda la diferencia.

El riesgo puede ser reducido en gran medida si se concentra sólo en unos cuantos valores en cartera y con ello obliga a los inversores a ser más cuidadosos y concienzudos en su investigación. Normalmente, más del 75 % de las acciones ordinarias de Berkshire están representados sólo por cinco diferentes títulos. Uno de los principios demostrado de manera clara en numerosas ocasiones en este libro es el de comprar grandes negocios cuando están padeciendo un problema temporal o cuando la bolsa declina y crea precios de ganga. Deje de intentar predecir la dirección de la bolsa, la economía, las tasas de interés o las elecciones, y deje de desperdiciar dinero en individuos que se dedican a eso para vivir. Estudie los hechos y la situación financiera, valore el aspecto del futuro de la empresa y compre cuando todo esté a su favor. Mucha gente invierte como si jugaran al póquer durante toda la noche sin mirar las cartas que tienen en sus manos.

Muy pocos inversores hubieran tenido el conocimiento y el valor para comprar GEICO a dos dólares, o Wells Fargo o General Dynamics cuando estaban en crisis ya que había numerosas personas eruditas que decían que esas empresas tenían problemas importantes. Sin embargo, Warren Buffett adquirió participaciones de Capital Cities/ABC, Gillette, Washington Post,

\* En toda la obra, cuando se indica billón de dólares se refiere a mil millones de dólares.

Affiliated Publications, Freddie Mac, o Coca-Cola (que ha producido más de 6 billones de dólares para Berkshire Hathaway, o el 60 % de los 10 billones de dólares del capital de los accionistas), que eran empresas bien dirigidas con una sólida rentabilidad y dominantes en su sector de negocios.

Warren Buffett utiliza el informe anual de Berkshire para ayudar, además de a sus propios accionistas, al público en general a convertirse en mejores inversores. Desciende, por ambas partes de su familia, de directores de periódicos y su tía Alicia fue maestra de una escuela pública durante más de treinta años. Warren Buffett disfruta enseñando y escribiendo sobre negocios en general y sobre inversiones en particular. Cuando tenía veintiún años enseñó, como voluntario, en la Universidad de Nebraska en Omaha. En 1955, cuando trabajaba en la ciudad de Nueva York, dio un curso de enseñanza de adultos sobre la bolsa en el Instituto de Scarsdale. Durante diez años, a finales de 1960 y en 1970 dio un curso gratuito en la Universidad de Creighton. En 1977 trabajó en un comité encabezado por Al Sommer, Jr. para asesorar a la Securities and Exchange Commission sobre la publicación de cuentas de corporaciones. Después de esto, el informe anual de Berkshire cambió de forma espectacular con el informe de 1977, que se redactó a finales de este año y principios de 1978. El formato se hizo más similar a los informes que había realizado de 1956 a 1969.

Desde principios de los 80, los informes anuales de Berkshire han informado a los accionistas sobre el comportamiento de las inversiones de la empresa y de las nuevas inversiones, y desde 1982 han relacionado los criterios de adquisición sobre negocios que a Berkshire le gustaría comprar. El informe está ampliamente salpicado con ejemplos, analogías, historias y metáforas que indican qué hay que hacer y qué no hay que hacer para invertir adecuadamente en valores.

Warren Buffett ha establecido un listón alto para el comportamiento futuro de Berkshire, fijando un objetivo de rentabilidad creciente de un 15 % anual a largo plazo, algo que poca gente, y nadie desde 1956 a 1993 aparte de él, ha hecho nunca. Ha manifestado que será un listón difícil de mantener debido al tamaño mucho mayor de la empresa, pero siempre hay oportunidades por ahí, y Berkshire tiene siempre a punto montones de dinero en metálico y crece cada año. Su confianza queda remarcada en cierto modo por las nueve palabras finales de la página 60 del informe anual de Junio de 1993: «Berkshire no ha fijado un dividendo en metálico desde 1967».

Warren Buffett ha manifestado que siempre ha querido escribir un libro sobre inversiones. Esperamos que eso suceda algún día. Sin embargo, hasta entonces, sus informes anuales desempeñan esa función de una manera similar a la de los autores del siglo diecinueve que escribían seriales: Edgar Allan Poe, William Makepeace Thackery y Charles Dickens. Los informes anuales de Berkshire Hathaway desde 1977 a 1993 constituyen diecisiete capítulos de ese libro. Y también en el ínterin tenemos ahora esta obra, en la que Robert Hagstrom resume la carrera de Buffett y presenta ejemplos de

cómo han evolucionado tanto su técnica como sus métodos para invertir, así como los individuos importantes para este proceso. El libro detalla también las decisiones de inversión clave que han producido el inigualado récord de rentabilidad de Buffett. Finalmente, contiene el pensamiento y la filosofía de un inversor que ha hecho dinero sin parar, utilizando las herramientas que cualquier ciudadano tiene a su disposición, sin importar para nada su nivel de riqueza.

*Peter S. Lynch*

## Prefacio

WARREN BUFFETT es un hombre sorprendente. No sólo se ha convertido en la principal autoridad en inversiones bursátiles de Estados Unidos, sino que su récord de actuación, que se remonta a más de cuatro décadas, no tiene parangón. El patrimonio neto personal de Buffett es, en la actualidad, de más de diez billones de dólares, resultado directo de sus astutas inversiones. Sin embargo, su temperamento y estilo personal no son lo que se podría esperar de un típico billonario. La empresa que dirige, Berkshire Hathaway, tiene su sede central no en Nueva York sino en Omaha, Nebraska. Buffett conduce su propio coche y hace él mismo su declaración de impuestos. Es gentil, amable y honesto. También es enormemente inteligente, rápido e intuitivo. Un hombre de gran cordialidad y un encanto genuino, Buffett ha captado el favor de los medios y de los inversores, tanto grandes como pequeños.

La edición original de este libro alcanzó un destacado éxito, y en mi calidad de autor del mismo lo encuentro, por supuesto, gratificante. Pero sé, sin duda alguna, que el éxito del libro es, en realidad, un homenaje hacia Warren Buffett. En un período en que los mercados bursátiles parecen ser más enigmáticos que razonables, no es sorprendente que los inversores de todo el mundo estén profundamente interesados en las ideas y el enfoque de las inversiones de Buffett.

La estrategia de inversión de comprar y retener que se encuentra en el núcleo del enfoque de Buffett llama la atención, de forma intuitiva, de la gente. El concepto de comprar un buen negocio y retener esta inversión durante varios años, y por lo tanto conseguir unos rendimientos proporcionados con la buena marcha del negocio, es simple y directo. Los inversores pueden entender y apreciar fácilmente la mecánica de este enfoque. La atracción de Warren Buffett es doble. Por un lado, es el representante intencionado del enfoque de comprar y retener y, por otro, sucede además que él se convirtió en billonario practicando este estilo de inversión.

Creo que esta obra describe un enfoque sencillo. No hay programas de ordenador que aprender, ni gruesos manuales de bolsa que descifrar. Tanto si usted es financieramente capaz de comprar el 10 % de una empresa o sólo

cien acciones, esta obra puede ayudarle a conseguir unos provechosos rendimientos para su inversión. Pero no se compare usted con Warren Buffett. Su brillantez, sus recursos, sus poderes intuitivos, su experiencia acumulada durante cuatro décadas de poseer e invertir simultáneamente en negocios, hacen altamente improbable que pueda usted imitar sus rendimientos. En lugar de ello, compare sus resultados con otros fondos de inversiones o el mercado en general.

Para tener éxito debe estar usted deseoso de estudiar y aprender sobre sus empresas, y tener la fortaleza emocional de no hacer caso de los cambios del mercado a corto plazo. Si necesita usted una afirmación constante, especialmente en cuanto al mercado de valores, la probabilidad de que se beneficie con esta obra disminuye. Pero si puede usted pensar por sí mismo, aplicar unos métodos relativamente sencillos y tener el valor de sus convicciones, la posibilidad de obtener beneficios se incrementa muchísimo.

En el poco tiempo transcurrido desde que se publicó la edición original de esta obra, a Warren Buffett y a Berkshire Hathaway les han sucedido muchas cosas. A consecuencia de ello, hemos actualizado el texto para reflejar las últimas inversiones de Buffett.

El acontecimiento más destacado que ha ocurrido recientemente es la muy divulgada adquisición de Capital Cities/ABC por la Walt Disney Company. Esta fusión, que es la segunda adquisición mayoritaria de una corporación nunca vista, hace que Buffett sea uno de los mayores accionistas de la Walt Disney Company. La fusión Disney-Cap Cities se explica y analiza en el capítulo octavo, «Otras inversiones interesantes». Este capítulo también analiza otras cuatro compras recientes de Buffett, incluyendo la Gannett Company, PNC Bank, Salomon Incorporated y American Express Company.

También hemos identificado a  $k$  en las tablas como la tasa de actualización, que con frecuencia corresponde al bono de treinta años del Tesoro de los EE UU. Sin embargo, como verán ustedes, Buffett a veces ajusta la tasa de actualización más alta que el tipo de interés del bono durante períodos en que los tipos de interés son cíclicamente bajos.

Tengo la obligación de desvelar que soy el responsable de un fondo de inversión llamado Focus Trust. Este fondo es gestionado en base a los mismos principios esbozados en este libro. Como tal, el fondo posee varios de los valores de los que se habla en este libro. Cuatro de ellos en particular, The American Express Company, Capital Cities/ABC, The Walt Disney Company y Gannett, son adquisiciones recientes del Fondo.

## Al escribir este libro

En 1984, cuando me estaba preparando para ser asesor de inversiones en una sociedad de valores, se me pidió que leyera el informe anual de Berkshire Hathaway. Fue mi primera exposición a Warren Buffett. Como mucha

de la gente que lee los informes anuales de Berkshire quedé inmediatamente impresionado por la claridad de los escritos de Buffett. Durante 1980, siendo un joven profesional, mi cabeza estaba siempre dando vueltas intentando mantenerme al tanto de la bolsa, la economía y la compra y venta constante de valores. Sin embargo, cada vez que leía una historia sobre Warren Buffett o un artículo escrito por él, su voz racional parecía elevarse por encima del caos del mercado. Fue una influencia calmante que me inspiró a escribir este libro.

Antes de escribir este libro nunca me había encontrado con Warren Buffett ni no le consulté mientras lo estaba desarrollando. A pesar de que, con toda seguridad, su asesoramiento hubiera sido una bonificación adicional, tuve la fortuna de ser capaz de alimentarme con sus extensos escritos sobre el tema de las inversiones y que tienen su origen hace más de dos décadas. A lo largo de todo el libro he utilizado muchas citas procedentes de los informes anuales de Berkshire Hathaway, y concretamente de las cartas del presidente. Mr. Buffett me concedió permiso para utilizar este material protegido por los derechos de autor, pero sólo después de que tuvo la oportunidad de revisar el libro. Sin embargo, este permiso no implica en modo alguno que Mr. Buffett haya cooperado en el libro o que haya puesto a mi disposición secretos o estrategias que no se encuentren ya en sus escritos. Casi todo lo que hace Mr. Buffett es público, pero está vagamente anotado. Lo que se necesitaba, en mi opinión, y lo que sería valioso para los inversores, era un cuidadoso examen de sus pensamientos y estrategias alineado con las compras que Berkshire ha hecho a lo largo de los años, y todo ello compilado en una sola fuente.

El principal reto al que me enfrenté al escribir este libro fue probar o refutar la confesión de Buffett de que «lo que yo hago no está fuera del alcance de la competencia de cualquier otra persona». Algunos críticos arguyen que, a pesar de su éxito, las idiosincrasias de Warren Buffett impiden que su enfoque de las inversiones sea adoptado ampliamente. No estoy de acuerdo. Mr. Buffett es idiosincrático, esa es una de las fuentes de su éxito; pero siempre diré que su metodología, una vez comprendida, es aplicable a los inversores individuales e institucionales por igual. El objetivo de este libro es ayudar a los inversores a emplear las estrategias que creo que hicieron que Warren Buffett tuviera éxito.

A fin de que los inversores se adapten al enfoque de Buffett, primero hay que proporcionarles un esbozo de sus principios o conceptos. A este respecto, creo que el libro lo consigue. Pero quiero recalcar que incluso si siguen ustedes todos los principios indicados en este libro, no es probable que generen ustedes un beneficio anual de un 23 % de promedio durante los próximos treinta años. Incluso Mr. Buffett admite que la posibilidad de que Berkshire repita esta actuación es remota. Sin embargo, lo que sí creo es que si siguen ustedes estos principios tendrán una buena oportunidad de funcionar mejor que la media del mercado.

## Agradecimientos

Soy muy afortunado de que numerosos amigos y asociados dedicaran tiempo y energía a ayudarme a desarrollar este libro. Primero, me gustaría dar las gracias a mis socios, John Lloyd y Virginia Leith, que apoyaron este proyecto desde el principio. Estoy especialmente agradecido a Virginia, que padeció al tener que leer todo el manuscrito original así como sus muchas revisiones haciendo incontables y valiosos comentarios. Gracias también a Anne Kelly, Carol Greening y Cindy Yeager, que hacen que nuestra empresa funcione en calma.

Hay varias personas que leyeron partes del manuscrito y/o hicieron valiosas sugerencias. Desearía dar las gracias a Burton J. Gray y a Charles D. Ellis por sus tempranas palabras de ánimo. Gracias también a Peter Gibbons-Neff y Jack Gregg. Louis DiSilvestro y Charles DeVinney, de Marshall y Stevens, fueron de especial ayuda en los temas de valoración. Gracias a Robert Coleman, de Combined Capital Management, que compartió su valioso tiempo en largas discusiones sobre Warren Buffett. También estoy en deuda con William H. Millet III, presidente de Legg Mason Fund Advisor, que ha sido un amigo y un maestro intelectual durante muchos años.

Le debo mucho a un apreciado amigo, Charles E. Haldeman, Jr., de Cooke & Bieler. Ed invirtió el tiempo necesario para leer todo el manuscrito y fue lo bastante generoso como para hacer varias sugerencias que mejoraron muchísimo esta obra.

Stewart Davis y Mary Melaugh, de Symmetrix Corporation, en Lexington, Massachusetts, llevaron a cabo una investigación exhaustiva sobre varios temas de este libro. La escrupulosidad de su investigación me proporcionó la confianza de que muy poco había quedado sin tratar.

Estoy especialmente agradecido a John Fitzgerald y Linda Penfold por su ayuda en Standard & Poor's Compusat. Tanto John como Linda proporcionaron una valiosa información y gráficos financieros.

Mi relación con John Wiley & Sons ha sido placentera. Deseo darle las gracias a Myles Thompson, editor financiero, que fue un entusiasta de este libro desde su más temprana propuesta. Gracias también a Michael Cohn que se tomó el tiempo y la molestia de ayudar a un escritor novato.

Quiero expresar mi más profundo aprecio a Maggie Stuckey que trabajó sin descanso para afinar el libro. Su atención y pensadas sugerencias hicieron que este libro fuera claramente mejor y siempre le estaré agradecido.

Gracias también a Warren Buffett. No sólo por sus enseñanzas sino por permitirme utilizar su material registrado. Es casi imposible mejorar lo que Mr. Buffett ya ha dicho. El libro es mejor porque se me ha permitido utilizar sus palabras escritas en lugar de obligarles a ustedes a leer una paráfrasis que puede que fuera casi igual de buena pero no del todo.

No tengo ninguna duda de que nunca hubiera empezado este libro, y mucho menos hubiera sido capaz de terminarlo, sin el amor y la atención de mi

familia. Mis padres, Bob y Ruth Hagstrom, nunca cesaron de apoyarme en mis aventuras. Su paciencia me permitió encontrar mi propio camino. Mis hijos, Robert y John, fueron una gran ayuda al sentarse en el regazo de su padre ayudándole a mecanografiar el manuscrito. Mi hija Kimmy fue aún de más ayuda haciendo de niñera de sus hermanos mientras yo corregía los errores que había cometido mientras los tenía en mi regazo. Kimmy ha tenido un trabajo extra durante los últimos meses y la quiero aún más por ello. Y, por último, y lo más importante, quiero dar las gracias a mi maravillosa esposa, Maggie. El primer día que le dije que iba a escribir este libro, sonrió y me convenció de que podía hacerlo. Durante meses ella ha cuidado de nuestra familia mientras yo me permitía el lujo de tener tiempo para escribir. Maggie me ha dado el inacabable amor y ánimo que me ha ayudado a conducir este libro a un final exitoso.

*Robert G. Hagstrom, Jr.  
Filadelfia, Pensilvania*

# 1

## El acontecimiento Five-Sigma

Durante años, los académicos y profesionales de la inversión han debatido la validez de lo que ha llegado a conocerse como la *teoría del mercado eficiente*. Esta teoría polémica sugiere que el análisis de los valores es una pérdida de tiempo, porque toda la información disponible se refleja en los precios actuales. Aquellos que se adhieren a esta teoría sostienen, sólo medio en broma, que los profesionales en inversiones podrían lanzar dardos a una página de cotizaciones de valores y elegir a los ganadores con tanto éxito como un maduro analista financiero que se pasa horas absorto en el estudio del último informe anual o resumen trimestral.

Sin embargo, el éxito de algunos individuos que sobrepasan continuamente la media de rentabilidad de la bolsa –el más notable es Warren Buffett– sugiere que la teoría del mercado eficiente es defectuosa. Los teóricos del mercado eficiente replican que no es la teoría la que tiene defectos. Más bien, son los individuos como Buffett los que son un acontecimiento five-sigma,<sup>1</sup> un fenómeno estadístico tan raro que prácticamente nunca sucede.

En otoño de 1993, *Forbes* redactó una lista de la gente más rica de Norteamérica. Varias familias –Du Pont, Mellon, Pew, Rockefeller– y sesenta y nueve individuos tenían un patrimonio neto estimado de más de un billón de dólares. El número uno de la lista era Warren Buffett, con un patrimonio neto de 8,3 billones de dólares. De los sesenta y nueve individuos, Buffett es el único que ha obtenido su riqueza en la bolsa. En 1956 empezó su sociedad de inversiones con 100 dólares, después de trece años la vendió por 25 millones de dólares. Veintidós años más tarde ha amasado la mayor fortuna individual de los EE UU. Pero para apreciar a Buffett en su plenitud, ha de ir usted más allá de los dólares y las críticas elogiosas a su actuación.

---

1. Citado por Carol Loomis, «Inside Story on Warren Buffett», *Fortune*, 11 de abril de 1988.

## Historia personal e inicio de inversiones

Warren Edward Buffett nació el 30 de agosto de 1930 en Omaha, Nebraska. Es hijo de Howard y Leila Buffett. Howard Buffett, que hacía mucho tiempo que residía en Omaha, fue un agente de bolsa y congresista republicano. Siendo niño, Warren Buffett estaba fascinado por los números y le era fácil realizar cálculos matemáticos mentalmente. A la edad de ocho años, Buffett empezó a leer los libros de su padre sobre la bolsa. Cuando tenía once ya anotaba cotizaciones en el tablero en Harris Upham, donde su padre era corredor. Ese mismo año compró sus primeras acciones, Cities Service Preferred.

Cuando Buffett estuvo viviendo en Washington, D. C., mientras su padre estaba en el Congreso, sus intereses se volvieron empresariales. A la edad de trece años, Buffett trabajaba repartiendo el *Washington Post* y el *Washington Times Herald*. Con sus ahorros, compró unas máquinas de millón restauradas por 25 dólares cada una y las colocó en barberías locales. Pronto Buffett fue propietario de siete máquinas y se llevaba a casa cincuenta dólares cada semana. Más tarde, junto con un amigo del instituto, Buffett compró un Rolls Royce de 1934 por 350 dólares y lo alquiló a 35 dólares diarios. Cuando se graduó en el instituto a los dieciséis años, Buffett había ahorrado 6.000 dólares.

Durante su último año en la Universidad de Nebraska, Buffett leyó el libro clásico de Benjamín Graham, *El Inversor Inteligente*. Este tratado sobre inversiones influyó tanto en Buffett que, después de recibir su título, abandonó su ciudad natal de Omaha y viajó a Nueva York para estudiar con Ben Graham en la Columbia Graduate Business School. Graham predicaba la importancia de comprender el valor intrínseco de una empresa. Opinaba que los inversores que calculan adecuadamente este valor y compran acciones por debajo del mismo están en una mejor posición. Este enfoque matemático llamó la atención del *sentido* de los números de Buffett.

Después de graduarse en Columbia con un máster en economía, Buffett volvió a Omaha para trabajar durante un breve tiempo en la empresa de correduría de su padre. Durante este período, Buffett estuvo en contacto por correo con su antiguo maestro, contándole diversas ideas sobre inversiones. En 1954, después de haber sido invitado por Graham, Buffett se trasladó a Nueva York y se unió a la Graham-Newman Corporation. Durante su ejercicio en la Graham-Newman, Buffett se sumergió por completo en el enfoque de inversiones de su mentor. Además de Buffett, Graham también contrató a Walter Schloss, Tom Knapp y Bill Ruane. Schloss siguió adelante gestionando dinero en WSJ Ltd. Partners durante veintiocho años. Knapp, un especialista en química por Princeton, fue socio fundador de Tweedy, Browne Partnerships, y Ruane creó la Sequoia Fund.

En 1956, Graham-Newman se disolvió. Graham, que tenía sesenta y un años de edad, decidió retirarse. Buffett volvió a Omaha. Gracias al conoci-

miento que había adquirido de Graham y con el respaldo financiero de su familia y amigos, Buffett empezó una sociedad en comandita de inversiones. Tenía veintiún años de edad.

La sociedad empezó con siete socios comanditarios que aportaron en conjunto 105.000 dólares. Buffett, el socio colectivo, empezó con cien dólares. Los socios comanditarios recibían un 6 % anual sobre su inversión y un 75 % de los beneficios por encima del objetivo. Buffett ganaba el otro 25 %. Durante los siguientes trece años, Buffett liquidó dinero a una tasa anual del 29,5 %.<sup>2</sup> No fue tarea fácil. A pesar de que el promedio Dow Jones de Valores Industriales bajó en cinco años diferentes en ese período de trece años, la sociedad de Buffett nunca tuvo un año malo.

Buffett prometió a sus socios que «nuestras inversiones serán elegidas sobre la base del valor y no de la popularidad» y que la sociedad «intentará reducir de forma permanente la pérdida de valor (no las pérdidas de cotizaciones a corto plazo) a un mínimo».<sup>3</sup> En esta sociedad, Buffett no sólo adquirió posiciones minoritarias sino participaciones de control en varias empresas públicas y privadas. En 1961 adquirió la Dempster Mill Manufacturing Company, fabricante de equipamientos para granjas, y en 1962 empezó a adquirir acciones en una deficitaria empresa textil llamada Berkshire Hathaway.

A medida que la reputación de Buffett se fue haciendo más ampliamente conocida, más gente le pidió que manejara su dinero, y a medida que fueron llegando más inversores, se formaron más sociedades, hasta que Buffett, en 1962, decidió reorganizarlo todo en una sola sociedad. Ese año, trasladó su oficina de la sociedad de su casa a Kiewit Plaza, en Omaha, donde sigue estando todavía. En 1965, los activos de la sociedad habrían alcanzado los 26 millones de dólares.

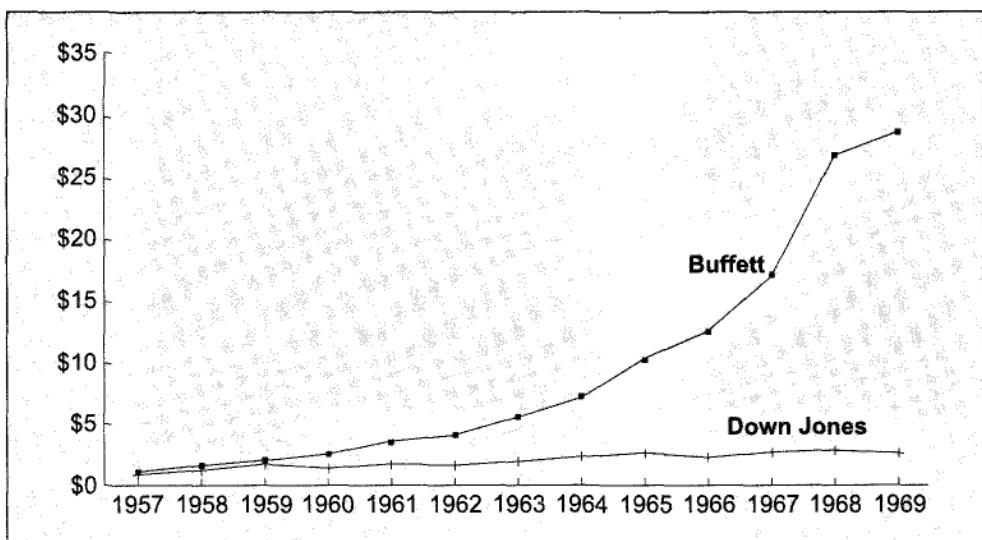
En 1969, Buffett decidió liquidar la sociedad de inversiones. Encontraba que el mercado era altamente especulativo y que los valores que valían la pena eran cada vez más escasos. A finales de los sesenta, la bolsa estaba dominado por crecientes valores de alto precio. Los «excelentes cincuenta» estaban en la mente de cada inversor. Valores como Avon, IBM, Polaroid y Xerox se estaban negociando con ganancias de cincuenta a cien veces. Buffett envió una carta a sus socios en la que confesaba que no estaba a tono con el ambiente del mercado en ese momento. «Una cosa tengo clara, sin embargo —dijo—, no abandonaré un enfoque anterior cuya lógica entiendo, a pesar de que la encuentre difícil de aplicar, y a pesar de que pueda significar que los anteriores beneficios, grandes y aparentemente fáciles, adopten un enfoque que no comprendo totalmente, que no he practicado lo suficiente y que es posible que conduzcan a una substancial y permanente pérdida».<sup>4</sup>

2. Warren Buffet, «The Superinvestors of Graham-and-Doddsville», *Hermes*, otoño de 1984.

3. John Train, *The Money Masters* (Nueva York: Penguin Books, 1981), 11.

4. *Ibid.*, 12.

Al inicio de la sociedad, Buffett se había fijado como objetivo superar el Dow en un promedio de diez puntos porcentuales cada año. Entre 1957 y 1969 ganó al Dow; no por diez puntos porcentuales al año sino por veintidós! (Vea figura 1.1.) Cuando se disolvió la sociedad, los inversores recibieron cada uno su parte. A algunos inversores se les formó en bonos municipales y otros fueron dirigidos a un gestor de inversiones. El único individuo que Buffett recomendó fue Bill Ruane, su antiguo compañero de clase en Columbia. Ruane aceptó hacerse cargo de la gestión del dinero de algunos socios y así nació la Sequoia Fund. Otros miembros de la sociedad, incluido Buffett, invirtieron sus intereses proporcionales en Berkshire Hathaway. La parte de Buffett había crecido hasta alcanzar los 25 millones de dólares y eso era suficiente para proporcionarle el control de Berkshire Hathaway. Durante las dos décadas siguientes el capital, tanto de Buffett como de Berkshire, subieron desmesuradamente.



**Figura 1.1.** Valor acumulado de dólares invertidos de la sociedad de Buffett en relación al Promedio Dow Jones de valores industriales.

### Los primeros días de Berkshire Hathaway

La empresa original, Berkshire Cotton Manufacturing, se creó en 1889. Cuarenta años más tarde, Berkshire combinó sus operaciones con las de varias fábricas textiles, lo que dio como resultado una de las mayores empresas industriales de Nueva Inglaterra. Durante este período, Berkshire produjo aproximadamente el 25 % de las necesidades de algodón del país y absorbió el 1 % de la capacidad eléctrica de Nueva Inglaterra. En 1955, Berkshire se

...nó con Hathaway Manufacturing y en consecuencia el nombre se cambió por el de Berkshire Hathaway.

Desgraciadamente, los años que siguieron a la fusión fueron deprimentes. Menos de diez años, el valor de las acciones cayó en un 50 % y las pérdidas procedentes de operaciones sobrepasaron los diez millones de dólares. A pesar de estos miserables resultados, la sociedad de Buffett tomó el control de Berkshire Hathaway en 1965. Durante los veinte años siguientes, Buffett, junto con Ken Chace, que dirigía el grupo textil, trabajaron intensamente para dar la vuelta a la situación de las fábricas textiles de Nueva Inglaterra. Los resultados fueron descorazonadores. Los beneficios sobre los activos netos pugnaban por alcanzar números de dos cifras.

A finales de los setenta, los accionistas de Berkshire Hathaway empezaron a cuestionar la sabiduría de seguir teniendo una inversión en textiles. Buffett no intentó en modo alguno ocultar las dificultades, pero explicó su forma de pensar en varias ocasiones: las fábricas textiles eran las que empleaban a más gente en su área; la fuerza de trabajo era un grupo de gente más bien mayor que poseía unas habilidades relativamente no transferibles; los sindicatos estaban siendo razonables; y por último, Buffett creía que se podían conseguir algunos beneficios en el negocio textil. Sin embargo, dejó claro que esperaba que el grupo textil consiguiera unos ciertos ingresos positivos a cambio de una inversión modesta. «No voy a cerrar un negocio de una rentabilidad por debajo de lo normal únicamente para añadir una fracción de un punto a nuestros rendimientos corporativos», dijo Buffett. «También pienso que es inadecuado, incluso para una empresa excepcionalmente rentable, invertir en una operación una vez que parece que tiene unas pérdidas interminables a la vista. Adam Smith no estaría de acuerdo con mi primera propuesta y Karl Marx con la segunda; el término medio» –explicó– es la única postura que me hace sentir confortable».<sup>5</sup>

Cuando Berkshire Hathaway entró en los ochenta, Buffett estaba entablando combate con ciertas realidades. Primero, la naturaleza misma del negocio textil hacía que la obtención de grandes rendimientos sobre el capital fuera improbable. Los textiles son bienes de consumo y éstos, por definición, lo tienen difícil para diferenciar sus productos de los de sus competidores. La competencia extranjera, que emplea una mano de obra más barata, estaba exprimiendo los márgenes de beneficio. Segundo, a fin de seguir siendo competitivas, las fábricas textiles necesitarían grandes inversiones; un panorama que era aterrador en un entorno inflacionario y desastroso si los rendimientos del negocio son anémicos.

Buffett se enfrentaba a una elección difícil. Si hacía grandes inversiones en la división textil a fin de que siguiera siendo competitiva, Berkshire Hathaway se quedaría con unos pobres rendimientos. Si no reinvertía, las fábricas textiles de Berkshire serían menos competitivas frente a los demás fabricantes tex-

5. Informe anual de Berkshire Hathaway, 1985, 8.

tiles nacionales. Tanto si Berkshire reinvertía como si no, la competencia extranjera seguiría teniendo ventaja al emplear a una mano de obra más barata.

En 1980 las cosas empezaron a ir peor. Luego llegó lo inevitable: en julio de 1985, Buffett cerró el grupo textil, terminando con ello un negocio que había empezado unos cien años antes.

A pesar de las desgracias del grupo textil, la experiencia no fue un fallo total. Primero, Buffett aprendió una valiosa lección sobre los cambios corporativos completos: muy raras veces tienen éxito. Segundo, el grupo textil generó suficiente dinero en los primeros años para adquirir una compañía de seguros y esa es una historia mucho más brillante.

## Operaciones de seguros

En marzo de 1967, Berkshire adquirió por 8,6 millones de dólares las acciones en circulación de dos empresas de seguros con sede en Omaha: National Indemnity Company y National Fire & Marine Insurance Company. Fue el inicio de la historia del fenomenal éxito de Berkshire Hathaway.

Para apreciar el fenómeno, es importante reconocer el verdadero valor de poseer una compañía de seguros. A veces, las compañías de seguros son buenas inversiones y a veces no lo son. Sin embargo, siempre son unos sensacionales vehículos de inversión. Los asegurados, al pagar las primas, proporcionan un río constante de dinero en metálico; las compañías aseguradoras invierten ese dinero hasta que se presentan reclamaciones. A causa de la insseguridad respecto al momento en que se darán esas reclamaciones, las compañías de seguros optan por invertir en títulos negociables disponibles, primordialmente acciones y bonos. De este modo resulta pues que Warren Buffett había adquirido no sólo dos empresas moderadamente sanas, sino un inalterable vehículo para gestionar inversiones.

En 1967, National Indemnity y National Fire & Marine Insurance tenían una cartera de bonos por valor de más de 24,7 millones de dólares y una cartera de acciones por valor de 7,2 millones de dólares. En dos años, la cartera combinada de acciones y bonos de las compañías aseguradoras se acercaba a los 42 millones de dólares. Era una hermosa cartera para un maduro seleccionador de acciones como Buffett. Éste ya había experimentado un cierto éxito gestionando la cartera de valores de la empresa textil. Cuando Buffett tomó el control de Berkshire en 1956, la corporación tenía 2,9 millones de dólares en títulos negociables. Al final del primer año, Buffett aumentó la cuenta de valores hasta los 5,4 millones de dólares. En 1967, los rendimientos de las inversiones fueron el triple de los rendimientos de la división textil entera, que era diez veces mayor en cuanto a inversión.

Se ha argumentado que cuando Buffett entró en el negocio de los seguros y salió del negocio textil, lo que hizo fue, sencillamente, intercambiar una empresa de productos básicos por otra. Las compañías de seguros, igual que

las textiles, venden un producto que no puede distinguirse. Las pólizas de seguros están estandarizadas y puede copiarlas cualquiera. No hay marcas registradas, patentes, ventajas en cuanto a la situación o materias primas que distingan a las compañías de seguros. Es fácil obtener el permiso, y las primas de seguros son un libro abierto. Con frecuencia el atributo más perceptible de una compañía de seguros es su personal. Los esfuerzos de los directivos individuales tienen un enorme impacto sobre la actuación de la empresa.

A finales de los sesenta el negocio de los seguros era muy rentable. A finales de 1967, National Indemnity tenía un beneficio neto de 1,6 millones de dólares sobre los 16,8 millones de dólares de las primas cobradas. En 1968, mientras los beneficios netos ascendieron a 2,2 millones de dólares, las primas subieron a 20 millones de dólares.

El temprano éxito de Buffett en los seguros le condujo a expansionarse de forma agresiva dentro de este grupo. Durante los setenta, adquirió tres y organizó otras cinco compañías de seguros.

A pesar de este impulso positivo, a finales de los setenta, Buffett empezaba a tener ciertas preocupaciones. Ciertos factores más allá de su control inmediato empezaban a afectar a los costes. A pesar de que el índice de precios del consumidor subía un 3 % anual, los costes médicos y de reparaciones de coches subían tres veces más rápido. Además, las indemnizaciones concedidas a los demandantes por los tribunales que las compañías de seguros tenían que pagar, aumentaban de una forma alarmante. Buffett estimaba que los costes totales estaban subiendo aproximadamente un 1 % al mes; y a menos que las primas de seguros subieran de igual modo, los márgenes de beneficio empezarían a disminuir.

Pero las tarifas no estaban subiendo; estaban cayendo. En un negocio de bienes de consumo, los precios bajos se utilizan para ganar cuota de mercado. El problema, Buffett se dio cuenta de ello, era que algunas empresas estaban dispuestas a vender pólizas de seguros por debajo del coste antes que arriesgarse a perder cuota de mercado. Aparentemente estaban apostando a que las primas de seguros mejorarían y podrían recuperar los beneficios y así eliminar las pérdidas soportadas anteriormente. El sentido común de Buffett le aconsejó no extender las operaciones de seguros de Berkshire a territorios no rentables. Buffett creía que la mayoría de aseguradoras no dejarían de emitir pólizas no rentables hasta que hubiera una gran catástrofe, natural o financiera.

Buffett era reacio a competir en precios, y en lugar de ello buscó la manera de distinguir a las compañías de seguros de Berkshire de otras dos formas. Primero, por su poderío financiero. Hoy en día, el patrimonio neto de Berkshire es el segundo en la rama de accidentes del hogar, sólo detrás de State Farm. Adicionalmente, la cartera de inversiones de Berkshire (su *flotación*) comparada con el volumen de las primas es tres veces el promedio del sector.

El segundo método de diferenciación involucraba la total indiferencia de Buffett ante el nivel de volumen de seguros emitidos por Berkshire. En cualquier año, según Buffett, estaba dispuesto a emitir cinco veces más negocio que el año anterior, o sólo un quinto del mismo. Su esperanza era tener siempre grandes volúmenes de negocio pero sólo a unos precios que tuvieran sentido. Si los precios eran bajos, estaba completamente satisfecho de hacer poco negocio. Esta filosofía sobre los seguros fue infundida en National Indemnity por el fundador de la empresa, Jack Ringwalt. Desde entonces, dice Buffett, Berkshire no se ha apartado nunca de esta disciplina.

El cambio espectacular en volumen de seguros de Berkshire no fue ocasionado por la propia empresa, explicó Buffett, sino por el comportamiento de «hoy estamos aquí, mañana nos habremos ido» de otras empresas de seguros. Cuando las empresas competidoras se abalanzaban a ofrecer precios por debajo de los costes previstos, los clientes abandonaron a Berkshire. Sin embargo, cuando las compañías de seguros se desvanecieron del mercado porque se asustaron a consecuencia de las pérdidas, Buffett comprobó que Berkshire estuvo siempre ahí como un proveedor constante de seguros, pero sólo a unos precios que tenían sentido. El enfoque de Buffett es comparado a un estabilizador para el sector del seguro. «Añadimos muchísima capacidad cuando la capacidad es poca y nos volvemos menos competitivos únicamente cuando la capacidad es abundante. Está claro que no seguimos esta política en interés de la estabilización -dijo-, la seguimos porque creemos que es el modo de hacer negocios más sensible y rentable».<sup>6</sup>

Durante los noventa, una competencia de precios brutal, las pérdidas continuas y malos resultados de las inversiones se combinaron para producir una imagen trémula para el sector de los seguros en general. Buffett proclama continuamente que la solidez financiera y la responsabilidad fiscal representarán una diferencia significativa para Berkshire Hathaway. El gran poder financiero de Berkshire ha distinguido sus operaciones de seguros de las del resto del sector. En cierto sentido, la integridad financiera que Buffett ha impuesto en las compañías de seguros de Berkshire, ha creado una exención en lo que, por otro lado, es un negocio de bienes de consumo.

No hay duda que las compañías de seguros de Berkshire han experimentado dolor durante los últimos diez años, y Buffett ha sufrido *su parte de errores de seguro*. Pero su experiencia en inversiones y las prácticas de negocio de sentido común han colocado a los accionistas de Berkshire Hathaway en una posición enviable.

---

6. Linda J. Collins, «Berkshire's Buffett Sees More competition Ahead», *Business Insurance*, 7 de mayo de 1990, 67.

## Los negocios que no son de seguros

Berkshire Hathaway Inc. es más bien una sociedad de cartera. Además de las compañías de seguros, también es propietaria de un periódico, una empresa de dulces, una de muebles, una joyería, un editor de enciclopedias, un negocio de aspiradores y una empresa que produce uniformes.

La historia de cómo Buffett llegó a adquirir estos variados negocios es interesante en sí misma. Para dejarnos de rodeos, las historias nos proporcionan, de forma colectiva, una valiosa información sobre el modo que tiene Buffett de mirar las empresas. Nos sorprenderá un poco que él utilice el mismo rasero para evaluar las empresas para su posible adquisición que para hacer adiciones a la cartera de acciones de Berkshire Hathaway. Y aún existe otro factor. Como veremos más adelante, la propiedad de estas empresas también le proporcionó a Buffett una experiencia directa de primera mano, que se volvería crítica para sus posteriores adquisiciones de acciones.

### *Blue Chip Stamps*

Poco después de comprar Berkshire Hathaway, Buffett comenzó a adquirir acciones en una empresa *holding* denominada Diversified Retailing. Era propietaria de unos grandes almacenes de Baltimore llamados Hochschild-Kohn y de Associated Retail Stores, una cadena de setenta y cinco tiendas de ropa de mujer. Igual que en el caso de las fábricas textiles, Buffett pudo adquirir la empresa por menos de su valor contable y, además, la gente que dirigía el negocio eran, según palabras de Buffett, de «primera clase». Desgraciadamente, como en el caso de las fábricas textiles, un precio de compra de ganga y una dirección de calidad no salvaron a Buffett de heredar un negocio difícil. Tres años después de que Berkshire se fusionara con Diversified Retailing, Buffett vendió Hochschild-Kohn. En 1987, vendió Associated Stores. Ambos negocios fueron vendidos a causa de sus malos resultados. Pero exactamente igual que las fábricas textiles le dieron a Buffett la oportunidad de sacar provecho del negocio de los seguros, la compra de Diversified Retailing dio a Berkshire la oportunidad de controlar tres nuevos negocios.

Además de los grandes almacenes, Diversified Retailing era propietaria de una empresa denominada Blue Chip Stamps, que proporcionaba a los supermercados y gasolineras sellos de cambio para sus clientes. Los sellos se colecciónaban en libretas y luego se intercambiaban por mercancía. Para comprar la mercancía, los supermercados y las gasolineras crearon un fondo común de dinero, que gestionaba Blue Chip Stamps. A finales de 1960, Blue Chip Stamps tenía un saldo de más de 60 millones de dólares en sellos no redimidos. Este fondo permitió que Buffett adquiriera otros negocios, incluyendo una empresa de dulces, un periódico y una entidad de crédito.

Berkshire Hathaway, a través de sus filiales, empezó a adquirir acciones de Blue Chip Stamps a finales de 1960. El mismo Buffett había comprado también acciones de Blue Chip Stamps. Después de que Diversified Retailing y Berkshire Hathaway se fusionaran, Berkshire Hathaway se convirtió en el propietario mayoritario de Blue Chip Stamps. Finalmente, en 1983 Berkshire adquirió el resto de Blue Chip Stamps en una fusión entre las dos empresas.

### **See's Candy Shops**

En enero de 1972, Blue Chip Stamps compró See's Candy Shops, un fabricante y detallista de chocolates envasados de la Costa Oeste. El precio que pedían por la compañía era de 40 millones de dólares. See's tenía 10 millones de dólares en metálico, por lo que el precio neto era en realidad de 30 millones de dólares. Buffett ofreció 25 millones y los vendedores aceptaron.

El largo historial de actuación de See's era responsabilidad de Chuck Huggins, que había dirigido a See's desde la compra por parte de Blue Chip Stamps. Hoy en día, Huggins dirige 225 tiendas de dulces y supervisa la producción y distribución de 27 millones de libras de dulces cada año. En 1993, See's tuvo unos ingresos de 201 millones de dólares y proporcionó a Berkshire 24,3 millones de dólares en beneficios netos. Este es un resultado excelente si consideramos que el consumo de chocolate en EE UU está estancado. El éxito de See's se basa en dos ingredientes esenciales, la calidad del producto y el servicio al cliente.

En 1982, a Buffett le ofrecieron 125 millones de dólares para que vendiera See's; cinco veces el precio de compra de 1972. Buffett decidió dejar pasar la oferta. Fue una sabia decisión. Durante los últimos once años, See's ha proporcionado a Berkshire 212 millones de dólares –en metálico– en beneficios después de impuestos. Durante ese mismo período, See's requirió 44 millones de dólares en inversiones, más o menos igual a los 39 millones de dólares de amortización del inmovilizado.

### **Buffalo News**

Al igual que See's, el *Buffalo News* se añadió a Berkshire Hathaway vía Blue Chip Stamps. En 1977, Blue Chip compró el *Buffalo News* por 33 millones de dólares procedentes de la testamentaría de la Sra. de Edward H. Butler, Jr. Siendo un jovencito, Buffett y un amigo de la infancia publicaron una especie de periódico con pronósticos sobre las carreras de caballos, denominado el *Stable Boy Selections*. En esa época no era más que un sueño tener un gran periódico. Hoy en día, Buffett proclama el éxito del *Buffalo News* como un padre orgulloso que presume del éxito de su prole, y hay sustanciales razones para sentirse orgulloso.

La cuota de mercado y la cuota de noticias son dos estadísticas que ayudan

medir el éxito de un periódico. La cuota de mercado o porcentaje de hogares locales que compran el periódico cada día, sitúa al *News* como el número uno de los principales periódicos metropolitanos en su mercado. El **hueco de las noticias**, la parte del periódico dedicada a las noticias en lugar de a la publicidad, alcanzó el 52,3 % en 1990. Eso hace que el *News* sea el diario más «rico en noticias» del país.

La relación entre la cuota de noticias y los beneficios está inexorablemente unida. Un periódico con un gran hueco de noticias atrae a una mayor selección representativa de lectores, incrementando por lo tanto la tasa de penetración. La mayor cuota de mercado hace que un periódico sea un valioso vehículo de publicidad para los negocios. Además, como sea que el *News* ha mantenido los costes bajos, puede permitirse publicar un periódico que tiene la mitad de las páginas dedicadas a las noticias.

Gran parte del éxito del *News* se debe al gobierno de Murray Light, director, y Stan Lipsey, editor. Ambos han estado con el *News* desde la adquisición por la parte de Blue Chip Stamps del periódico y de la fusión subsiguiente con Berkshire Hathaway. Stan Lipsey y Murray Light pueden aceptar los aplausos por convertir al *Buffalo News* en uno de los líderes del sector periodística.

### **La búsqueda de nuevas empresas**

A partir de 1982, Buffett empezó a colocar anuncios en los informes anuales de Berkshire buscando negocios que pudieran estar en venta. En concreto, buscaba empresas que tuvieran una capacidad constante de generar unos beneficios, después de impuestos, de por lo menos 10 millones de dólares. Además quería empresas que fueran capaces de alcanzar unos buenos rendimientos sobre el capital sin utilizar mucha deuda. El negocio tenía que ser sencillo y comprensible. Si involucraba alta tecnología él admitía que no entendería la empresa. Finalmente, Buffett quería empresas que fueran capaces de proporcionar su propia dirección; no quería tener que proporcionársela él.

En el informe anual de 1990 de Berkshire, Buffett publicó una carta que había enviado a alguien que estaba pensando en vender su negocio familiar. Es interesante por lo que revela del pensamiento de Buffett.

Buffett manifestó en la carta que Berkshire no dispone de un departamento de adquisiciones o de una plana mayor de directivos con título de MBA. Cuando Buffett compra una empresa no asume la dirección. El negocio que Buffett adquiere funciona con un extraordinario grado de libertad y acostumbra a estar dirigido por los mismos que llevaban el negocio antes de que Berkshire lo comprara. De hecho, es típico que Buffett exija a la gente que era responsable de dirigir con éxito el negocio que siga en la empresa. A causa de los impuestos, Berkshire compra una participación mayoritaria en

la empresa para poder consolidar los beneficios. Es frecuente que los propietarios anteriores se queden con una participación minoritaria en la empresa. Las únicas áreas que Buffett controla son la asignación de inversiones y la compensación de la alta dirección. Fuera de estas dos áreas, los directivos son libres de funcionar como les parezca conveniente. Como Buffett recalcó, algunos de ellos deciden comentar el medio ambiente del negocio con él y otros no. Se trata de una cuestión de personalidades.

Después de una venta, Buffett escribió al vendedor: «No será usted más rico que antes, simplemente tendrá una clase diferente de riqueza. Cambiará un porcentaje de un negocio que llevaba muy de cerca por un montón de dinero. El dinero, en última instancia, lo pondrá en acciones y bonos, que entenderá usted menos bien que el negocio original».

Como los miembros de la familia de los negocios que se llevan muy de cerca tienen, con frecuencia, unas demandas conflictivas por lo que respecta al patrimonio, el tipo de relación de negocios que Berkshire ofrece es ideal. Los propietarios pueden disponer el patrimonio de otro modo entre los miembros de la familia y, al mismo tiempo, quedarse con una parte de un negocio al que tiene un gran afecto desde hace mucho tiempo. Buffett consigue una gran empresa, una parte proporcional de los beneficios de la misma y un equipo directivo con un historial más que probado.

A partir de los anuncios en los informes anuales de Berkshire, se ha adquirido toda una colección de empresas. En 1993, las ventas combinadas de las operaciones que no son de seguros fueron de 2 billones de dólares; la parte de Berkshire de los beneficios netos después de impuestos fue de 176 millones de dólares, el 37 % de los beneficios de explotación totales de Berkshire.

### ***Nebraska Furniture Mart***

Nebraska Furniture Mart (NFM), que tiene una sola tienda en Omaha, es el mayor almacén de mobiliario para el hogar del país. En 1983, Berkshire Hathaway compró el 90 % de NFM dejando el 10 % a los miembros de la familia que se quedaron para dirigir el negocio. Louie Blumkin siguió siendo presidente y sus tres hijos –Ron, Irv y Steve– contribuyeron al éxito de la empresa. La matriarca de la familia y presidenta del consejo era Rose Blumkin, la madre de Louie. La señora Blumkin, llamada cariñosamente señora B, fundó NFM en 1937 con 500 dólares de capital. Cuando Buffett compró NFM, la señora B tenía noventa años y todavía trabajaba siete días a la semana.

Desde el primer día, la estrategia de marketing de la señora B fue «vender barato y decir la verdad». Cuando Buffett adquirió NFM, vendía 100 millones de dólares anuales mientras funcionaba en una tienda de sesenta mil metros cuadrados. Diez años después de la adquisición, las ventas anuales habían subido a 209 millones de dólares y la parte de Berkshire de beneficios después de impuestos había crecido a 78 millones de dólares.

Lo interesante es que las ventas de NFM habían crecido más deprisa que la población de Omaha. «Cuando las ventas anuales de NFM fueron de 44 millones de dólares -dijo Buffett-, pareció que la empresa estaba captando todo el negocio de Omaha». ¿Así pues, cómo siguió creciendo NFM? Aumentando su área de influencia. Hace unos cuantos años un informe de consumidores de Des Moines identificó a NFM como la tercera favorita de la ciudad entre un grupo de veinte detallistas de muebles; con la circunstancia que no está en la ciudad; está a 65 Km, en Omaha.

### ***Borsheim's***

Poco después de que la señora B emigrará de Rusia, sus padres y cinco hermanos y hermanas la siguieron. Una de las hermanas, Rebeca, se casó con Louis Friedman y juntos compraron una pequeña joyería en Omaha, Nebraska, en 1948. El hijo del señor Friedman, Ike, se unió al negocio de la familia en 1950 y más tarde le siguieron el hijo de Ike y dos yernos.

Lo que funcionó para los Blumkins en el negocio de muebles funcionó para los Friedmans en el negocio de la joyería: vender barato y decir la verdad. Igual que el Furniture Mart, la tienda de joyería de los Borsheim's tiene un gran emplazamiento. Por este motivo la productividad de Borsheim's están varios puntos por debajo de los de la mayoría de competidores. Borsheim's genera un alto volumen de ventas. Con la vista puesta en los gastos y en el tráfico en la tienda que alcanza las 4.000 personas en los días de compra estacionales, los Friedmans tienen una receta para el éxito.

Al igual que el Nebraska Furniture Mart, Borsheim's ha sido capaz de ampliar su cuota de mercado más allá de Omaha. Algunos clientes viajan cientos de millas para comprar en Borsheim's. La empresa también tiene un fuerte negocio de ventas por correo que ayuda a mantener bajos los costes de explotación: un 18 % de las ventas, comparado con un 40 % de las ventas en el caso de la mayoría de los competidores. Wal-Mart tiene un 15 % de costes de explotación y lo que funciona para los pañales, explica Buffett, funciona con los diamantes. Al mantener bajos los costes, Borsheim's es capaz de vender a precios bajos y ampliar su cuota de mercado. Según Buffett, la tienda de Borsheim's en Omaha hace mucho más negocio de joyería que cualquier otra tienda del país, con la única excepción de Tiffany's en la ciudad de Nueva York.

### ***The Fechheimer Brothers Company***

En enero de 1986, Bob Heldman, presidente de Fechheimer Brothers y antiguo accionista de Berkshire Hathaway, escribió una carta a Buffett. Había leído los anuncios de Berkshire y pensaba que Fechheimer cumplía las condiciones previas de Buffett. Buffett y Heldman se entrevistaron en Omaha y para el verano Buffett ya tenía otro negocio.

Fechheimer fabrica y distribuye uniformes. La compañía tiene sus raíces en el año 1842 y la familia Heldman ha estado involucrada desde 1941. Al igual que los Blumkins y los Friedmans, los Heldmans son una familia trabajadora multigeneracional. Los hermanos Bob y George Heldman y sus hijos –Gary, Roger y Fred– están en el negocio. La familia Heldman deseaba seguir llevando el negocio pero había una necesidad mayor de redistribuir el patrimonio del negocio. Recibir dinero de Berkshire y seguir teniendo la propiedad parcial de la empresa era ideal.

Hasta la fecha, Buffett no ha visitado nunca el cuartel general de Fechheimer en Cincinnati, ni tampoco ninguna de sus fábricas. La economía del negocio era sólida y los Heldmans habían proporcionado a la empresa la siguiente generación de directivos. Buffett pagó 46 millones por el 84 % del capital social en 1986. Durante los seis años siguientes, las ventas crecieron de 75 millones de dólares a 122 millones y las inversiones ascendieron a menos de un promedio de 2 millones de dólares anuales. Durante este período, Fechheimer ha proporcionado a Berkshire 49 millones de dólares en beneficios después de impuestos, ganando de promedio un 14 % de capital de los accionistas iniciales.

### *The Scott & Fetzer Company*

The Scott & Fetzer Company (Scott Fetzer) posee varios productos líderes incluyendo las aspiradoras Kirby; World Book Encyclopedias (incluyendo Child Craft y Early Learnin); quemadores de horno Wayne así como bombas de aguas fecales; compresores de aire, herramientas de aire y sistemas de pintura Campbell Hausfeld. La empresa tiene su sede en Westlake, Ohio y es dirigida por Ralph Schey.

Cuando Berkshire adquirió Scott Fetzer, la empresa tenía diecisiete negocios en explotación que tenían unas ventas anuales de 700 millones de dólares. Buffett dividió la empresa en tres divisiones –Kirby Vacuum Cleaners, World Book, y Scott Fetzer Manufacturing Group– todas dirigidas por Ralph Schey.

Buffett pagó 315 millones de dólares por el negocio de Scott Fetzer en enero de 1986, convirtiéndola en una de las mayores adquisiciones del negocio de Berkshire. Desde entonces, esta compra ha sobrepasado sus propias y optimistas expectativas. Hoy en día, las tres divisiones de Scott Fetzer representan aproximadamente el 35 % de los beneficios de explotación de las empresas de Berkshire que no son de seguros.

En 1992, Scott Fetzer obtuvo un récord de beneficios de 110 millones de dólares antes de impuestos. Lo que es increíble, hizo notar Buffett, es que la empresa consiguió estos beneficios mientras empleaba 116 millones en capital y muy poco en endeudamiento. El rendimiento del capital social de Scott Fetzer, se imaginaba Buffett, la situaría fácilmente entre el 1 % de cabeza de los *Fortune 500*. Durante los últimos siete años, la empresa ha sido capaz de

reducir sus inversiones tanto en capital fijo como en existencias. Scott Fetzer ha distribuido más del 100 % de sus beneficios a Berkshire Hathaway al mismo tiempo que ha aumentado, de forma simultánea, sus propios beneficios. Berkshire Hathaway ha obtenido un enorme beneficio de su adquisición de Scott Fetzer y una de las razones principales, confiesa Buffett, es Ralph Schey.

### ***H. H. Brown***

En julio de 1991, Berkshire adquirió la H. H. Brown Shoe Company que fabrica, importa y comercializa calzado. En 1992, esta empresa produjo 25 millones de dólares en beneficios antes de impuestos.

En el mejor de los casos, dice Buffett, el negocio del calzado es difícil; para tener éxito una empresa de calzado requiere los servicios de directores sobresalientes. Afortunadamente para Berkshire Hathaway, parte del precio de compra de H. H. Brown incluía a Frank Rooney.

En 1929, un empresario llamado Ray Hefferman compró H. H. Brown por 10.000 dólares. Poco después, Frank Rooney se casó con la hija de Hefferman. El día de la boda su suegro le dijo que tenía que abandonar cualquier idea de trabajar en H. H. Brown. Frank fue a trabajar en la Melville Shoe Company y terminó por ser Director General de su sucesora, la Melville Corporation. Cuando Ray Hefferman cayó enfermo a los noventa años, le pidió a Frank finalmente que dirigiera H. H. Brown. Después de la muerte de Ray Hefferman, la familia decidió vender el negocio de calzado. En ese momento entró Berkshire Hathaway.

Buffett decidió adquirir H. H. Brown a causa de tres factores, a pesar de que los zapatos son un negocio duro. Primero, la empresa era muy rentable; segundo, Frank Rooney estuvo de acuerdo en seguir dirigiendo el negocio; tercero, H. H. Brown tenía un sistema de compensación muy poco usual que, según Buffett, «me llegó al corazón». Cada año, los directivos clave de H. H. Brown reciben un sueldo base de 7.800 dólares más un porcentaje de los beneficios calculado después de deducir las inversiones. Esto, dice Buffett, hace que los directivos sean muy conscientes de que el capital social no es gratuito. Dice que es demasiado frecuente que a los directivos se les compense sin tener en cuenta los beneficios, las pérdidas y las reinversiones de capital. En H. H. Brown los directivos andan, de verdad, con los mismos zapatos que los propietarios.

### ***Dexter Shoe***

Buffett prefiere comprar las empresas a cambio de dinero. Sin embargo, en ocasiones emite acciones de la Berkshire Hathaway a cambio de la propiedad de una empresa, pero sólo cuando Berkshire recibe tanto en valor intrínseco como da. En otoño de 1993, Berkshire amplió sus inversiones en

el negocio del calzado al ponerse de acuerdo para comprar la Dexter Shoe Company por 420 millones de dólares en acciones de Berkshire Hathaway; 25.221 acciones.

La Dexter Shoe Company, con base en Maine, es el mayor fabricante de calzado de propiedad independiente. A consecuencia del éxito de Berkshire con H. H. Brown, Buffett estaba familiarizado con el negocio del calzado. Buffett estaba seguro de que Dexter Shoe era el tipo de empresa que Berkshire apreciaba. La compañía tenía un largo y rentable historial. Sus zapatos, aseguraba Buffett, representaban algo único. El calzado de Nueva Inglaterra de Dexter incluye su conocido mocasín y el náutico. Por último, Buffett compartía la filosofía de gestión que se centraba en objetivos corporativos a largo plazo. Buffett admitió que hubiera adquirido Dexter tanto por dinero como por acciones. Fueron los propietarios de Dexter quienes quisieron acciones de Berkshire Hathaway.

## Charlie

Cualquier disertación sobre Warren Buffett y Berkshire Hathaway sería incompleta sin mencionar a Charles T. Munger. Charles Munger, Charlie para los lectores de los informes anuales de Berkshire, es vicepresidente de Berkshire Hathaway. También es, a los ojos de Buffett, el socio codirigente de Berkshire.

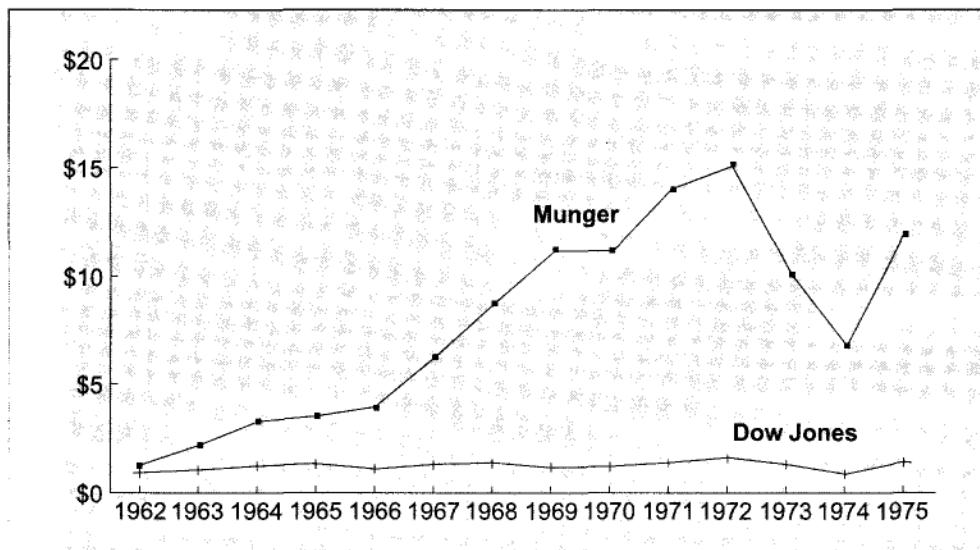
Su amistad empezó hace más de treinta años. Charlie es nativo de Omaha pero, a diferencia de Buffett, su educación fue en temas legales, no en negocios. Después de graduarse en la Harvard Law School, Charlie abrió un bufete de abogados en Los Angeles que llevaba el nombre de Munger Toller & Olson. Durante una visita a Omaha en 1960, Charlie y Buffett se encontraron y la conversación giró de forma natural hacia el terreno de las inversiones. Buffett intentó persuadir a Charlie de que el camino hacia la riqueza era invertir y no la abogacía. Los argumentos de Buffett fueron convincentes porque poco después Charlie estableció una sociedad de inversiones similar a la de Buffett.

Desde 1962 a 1975, Charlie dirigió una sociedad de inversiones con éxito estelar. A pesar del mercado a la baja de 1973-1974, su sociedad consiguió un 19,8 % anual de rendimientos compuestos, mucho mejor que el Dow Jones de valores industriales del 5 % durante ese mismo período (ver figura 1.2). La cartera de Charlie estaba concentrada en menos pero mayores posiciones de acciones, y por ello los resultados fueron más volátiles. Sin embargo, su enfoque era similar al de Buffett en el hecho de que ambos buscaban adquirir algún descuento al valor subyacente.

Una de las inversiones de la sociedad de Charlie era Blue Chip Stamps. Al igual que Buffett, Charlie empezó a adquirir acciones de Blue Chip Stamps a finales de los sesenta; con el tiempo llegó a ser presidente del consejo de

Blue Chip Stamps. Sus responsabilidades incluían la gestión de la cartera de valores de esta empresa.

Durante los sesenta y los setenta, Charlie y Buffett se mantuvieron en contacto. Su relación se formalizó en 1978 cuando Diversified Retailing se fusionó con Berkshire Hathaway. Entonces, Charlie se convirtió en miembro del consejo de Berkshire Hathaway. Cuando Berkshire y Blue Chip Stamps se fusionaron se convirtió en vicepresidente. Durante los años de máximas ganancias de Blue Chip, Buffett y Charlie no sólo adquirieron See's Candy Shops y el *Buffalo News*, sino que en 1973 compraron el 80 % de Wesco Financial Corporation.



**Figura 1.2.** Valor acumulativo de los dólares invertidos en la sociedad Munger en comparación con el Dow Jones.

### *Wesco Financial Corporation*

Cuando Charlie era presidente de Blue Chip Stamps, Louis Vincenti era director general de Wesco Financial. Después de que Blue Chip Stamps y Berkshire Hathaway se fusionaran, Vincenti, que entonces tenía setenta y siete años, se retiró y Charlie se convirtió en presidente y director general de Wesco. La empresa tiene tres grandes filiales: Precision Steel, Wesco-Financial Insurance Company y Mutual Savings and Loan.

Precision Steel, instalada en Franklin Park, Illinois, fue adquirida por Wesco Financial en 1979 por 15 millones de dólares. A primera vista, Precision Steel parece igual que cualquier otra empresa de bienes de consumo.

Pero esta empresa se ha labrado una reputación proporcionando calidades especializadas de tiras de acero. Sus precios son razonables y el servicio técnico es soberbio. Durante períodos de escasez de suministro, Precision Steel se ganó una reputación nacional como un proveedor fiable. Desde 1980, Precision Steel nunca ha perdido dinero. En 1993 obtuvo unos ingresos netos de explotación de 2 millones de dólares, lo que representa un 10 % de los ingresos netos totales de Wesco.

En 1985, Wesco invirtió 45 millones de dólares en una *joint-venture* con Berkshire Hathaway, denominada Wesco-Financial Insurance Company (Wes-FIC). Inicialmente, Wes-FIC se organizó para reasegurar una parte del negocio de seguros de la Fireman's Fund. En 1988, Wes-FIC empezó a emitir pólizas de daños a las propiedades; ahora tiene licencias en Nebraska, Utah y Iowa. Charlie comparte la antigua costumbre de Buffett de evitar los negocios de seguros que se consideran no rentables. En la actualidad, Wes-FIC al igual que Berkshire Hathaway, es un negocio de pocos pero buenos seguros. Sin embargo, en 1993, los ingresos de explotación de Wes-FIC fueron de 12,4 millones de dólares, lo que representa un 60 % de los ingresos netos totales de Wesco.

A pesar de los comentarios de cada año de Charlie sobre el negocio de los seguros en el informe anual de Wesco a los accionistas, está claro que los seguros son la pasión de Buffett. La pasión de Charlie es el negocio de ahorro y crédito.

La implicación de Charlie con Mutual Savings and Loan se remonta a veinte años. Durante este período ha soportado una industria temeraria saboteada por gente de pobre juicio y a veces acciones criminales, supervisada por reguladores con poco personal y poca financiación. La experiencia es terriblemente similar a la del encuentro de Buffett con el sector de los seguros.

Cuando el desastre del ahorro y del crédito empezó a aflorar, pocos tenían ganas o eran capaces de efectuar acciones contundentes que evitasen los obvios peligros financieros. Charlie Munger tuvo el coraje de dar marcha atrás y llevar a Mutual Savings en otra dirección. Entre 1979 y 1985, a causa del alto coste de los ahorros y de la inseguridad de las futuras tasas de interés, Mutual Savings no realizó nuevos préstamos. En 1980, Charlie vendió quince sucursales, dejando únicamente la central de la corporación y una sucursal, en una galería de tiendas justo al otro lado de la calle. También vendió 307 millones de dólares en cuentas de ahorro y una cantidad igual de las hipotecas más productivas. Lo que quedó fueron las hipotecas menos productivas con los vencimientos más cortos.

En pocas palabras, después de haber visto las señales de peligro, Charlie aligeró su carga, aseguró las escotillas y se preparó para navegar en medio de un huracán. En 1981, a pesar de unos beneficios de explotación más bajos, Mutual Savings tenía la relación más alta de capital de los accionistas en comparación con la deuda. Mutual Savings también tenía una mayor por-

ción de activos invertida a corto plazo en equivalentes de dinero libres de impuestos, lo que producía una rentabilidad equivalente después de impuestos doble de la cartera típica de los competidores.

### *«Bartles and Jaymes»*

Durante las tres últimas décadas, la amistad entre Charlie y Buffett ha florecido. El mismo Buffett se refiere a ellos dos como la versión Berkshire de «Bartles and Jaymes». En la reunión anual de Berkshire se sientan en sillas de respaldo alto sobre el escenario del Orpheum Theater, respondiendo a las preguntas de los accionistas. Hace unos pocos años, Buffett anunció tímidamente que había adquirido un avión a reacción para la corporación, con gran disgusto de Charlie. Charlie pensaba que la idea de un reactor para la corporación era tan extravagante que quería llamar al avión «La aberración». Buffett bromeó diciendo que la idea del lujo de Charlie era viajar en un autobús con aire acondicionado. La verdad es que Charlie viaja en avión pero reserva su asiento en clase turista. Incapaces de llegar a un compromiso en cuanto a la utilización de un jet, Charlie y Buffett decidieron llamar al avión «El Indefendible».

La frugalidad de Charlie no termina con su elección de la forma de viajar. Cada año, Charlie redacta el informe anual de Wesco. A fin de no emplear gente de relaciones públicas financieras, Charlie no utiliza ni gráficos ni tablas en color. Es frecuente que utilice las mismas frases descriptivas en sus informes año tras año, cambiando sólo los números. A diferencia de Buffett, Charlie incluye una fotografía (en blanco y negro) de la central de Wesco en el informe anual, pero durante muchos años ha estado utilizando la misma, hasta que los accionistas se burlaron de él por utilizar una foto tan antigua que incluye automóviles de los sesenta. Charlie se rindió por fin y mandó hacer una nueva fotografía –aún en blanco y negro– de la central de Wesco. La única diferencia que encontraba, comentó Charlie, es que los árboles de delante del edificio habían crecido. Afortunadamente para los accionistas de Wesco, su inversión también ha crecido con los años. Cuando Berkshire adquirió Wesco en 1973, el precio de las acciones de Wesco era de 6 dólares; a finales de 1993, había llegado a 129 dólares. Excluyendo el pago de un modesto dividendo, la tasa de rendimiento de las acciones de Wesco desde 1973, es del 16,6 %.

En 1991, Ken Chace se retiró y la esposa de Buffett, Susan, fue nombrada para llenar la vacante en la junta de Berkshire Hathaway. La señora Buffett es la segunda mayor accionista de Berkshire Hathaway y si vive más tiempo que Buffett, heredará sus acciones de Berkshire. En caso de muerte de Buffett, los accionistas de Berkshire pueden encontrar consuelo en dos hechos: Primero, ninguna de las acciones o valores de Berkshire tendrá que venderse y se han dado instrucciones a la señora Buffett de que no venda ninguna de las filiales de Berkshire sólo porque el precio sea halagador. En segundo

lugar, y más importante, Buffett le ha pedido a Charlie que asuma toda la responsabilidad de dirigir Berkshire Hathaway. Además, Buffett explica con humor a sus accionistas: «Cuando yo me muera, los beneficios de Berkshire aumentarán inmediatamente en un millón de dólares. Charlie vendrá el reactor de la corporación al día siguiente, ignorando mi deseo de que me entierren con "El Indefendible"».

Tanto Charlie como Buffett poseen una actitud inflexible hacia los principios del sentido común del negocio. Al igual que Buffett, que soportó unos malos rendimientos en el sector aseguradora y durante un tiempo rehusó emitir pólizas, Charlie rehusó conceder créditos cuando se vio enfrentado a un sector bancario ingobernable. Ambos exhiben las cualidades directivas necesarias para hacer funcionar negocios de alta calidad. Los accionistas de Berkshire Hathaway han recibido la bendición de tener unos socios directivos que miran por sus intereses y les ayudan a hacer dinero en todos los ambientes económicos. Con la política de Buffett sobre la jubilación –no cree en ella–, los accionistas de Berkshire continuarán beneficiándose durante un largo futuro no sólo de una mente sino de dos.

### **El hombre y su empresa**

Warren Buffett no es fácil de describir. Físicamente no es nada extraordinario, su apariencia externa se describe muchas veces como parecida a la de un abuelo. Intelectualmente es considerado un genio, aunque su relación práctica y realista con la gente no es realmente muy complicada. Es sencillo, directo, franco y honesto. Muestra una cautivadora combinación de sofisticado y seco ingenio con un humor anticuado. Siente una profunda reverencia por todas las cosas lógicas y un indescriptible desagrado por la imbecilidad. Adopta lo simple y evita lo complicado.

Al leer los informes anuales, a uno le llama la atención lo cómodo que se encuentra Buffett citando la Biblia, a John Maynard Keynes o a Mae West. La palabra clave es, por supuesto, «leer». Cada informe tiene de sesenta a setenta páginas de información densa: no hay fotos, gráficos de color ni tablas. Los que son suficientemente disciplinados para empezar en la primera página y seguir sin parar, se ven recompensados con una sana dosis de perspicacia financiera, humor informal, y una desenfadada honestidad. Buffett es muy espontáneo en su manera de informar. Enfatiza tanto los más como los menos de los negocios de Berkshire. Opina que la gente que posee acciones en Berkshire Hathaway son los propietarios de la empresa, y les cuenta todo lo que a él le gustaría que le contaran si estuviera en sus botas.

La empresa que Buffett dirige, Berkshire Hathaway, es la representación de su personalidad, su filosofía de los negocios, y su propio y único estilo. Al observar a Berkshire, podemos ver los principios clave de Buffett en funcionamiento. Todas las cualidades que Buffett busca en las empresas –cualida-

des que revelamos en los capítulos que siguen— se encuentran visibles en su empresa. Y aquí también podemos ver la Manera de Buffett reflejada en algunas políticas corporativas poco habituales y refrescantes. Dos ejemplos: el programa de obras de beneficencia y el programa de compensaciones.

La compensación de los ejecutivos se ha convertido en una fuente de acalorado debate entre accionistas y dirección. Los sueldos anuales de los altos directivos pueden sobrepasar fácilmente el millón de dólares. Además de estos elevados sueldos, los ejecutivos de las empresas que cotizan en bolsa acostumbran a ser recompensados con opciones de títulos de precio fijo, que suelen estar vinculadas a los rendimientos corporativos pero muy raramente relacionados con la verdadera actuación en el trabajo del ejecutivo.

Cuando las opciones de valores se reparten indiscriminadamente, dice Buffett, los directivos con una actuación por debajo de la media son recompensados de la misma forma que los directivos que han tenido una actuación excelente. Según la opinión de Buffett, incluso si su equipo gana el campeonato no le pagas lo mismo a un bateador excelente que a uno regular.

En Berkshire, Buffett utiliza un sistema de compensación que recompensa a los directivos según su actuación. La recompensa no está vinculada al tamaño de la empresa, a la edad del individuo, o a los beneficios generales de Berkshire. Por lo que respecta a Buffett, una buena actuación unitaria debe ser recompensada tanto si el precio de los valores de Berkshire sube como si baja. En lugar de ello, los ejecutivos son compensados basándose en sus éxitos con los objetivos de actuación fijados en las reuniones y que corresponden a sus áreas de responsabilidad. Algunos directivos son recompensados por incrementar las ventas, otros por reducir los gastos generales o las inversiones. Al final del año, Buffett no reparte opciones de valores sino que da cheques. Algunos son muy grandes. Los directivos pueden utilizar su dinero como quieran. Muchos adquieren acciones de Berkshire y por lo tanto acaban por correr los mismos riesgos que los propietarios.

Buffett permite que las recompensas a los directivos sean substanciosas. A Mike Goldberg, que lleva las operaciones de seguros, le pagaron 2,6 millones de dólares en 1992. Pero cuando el negocio de los seguros pasó por tiempos difíciles, sólo ganó su salario base de 100.000 dólares. El sueldo del propio Buffett más una prima, es de 100.000 dólares al año. No hay duda de que es el director general de entre los de *Fortune 500* peor pagado del país. Por supuesto, posee 475.000 acciones, pero Berkshire no paga dividendos. Hasta el día de hoy es el único billonario que se ocupa de sus propios impuestos.

Puede que no haya nada tan típico sobre la forma única de hacer las cosas de Buffett como el método de Berkshire de distribuir las donaciones de caridad. Se llama el programa de obras de beneficencia. Los accionistas, basándose en el número proporcional de acciones que poseen, pueden designar a los receptores de las contribuciones de caridad de Berkshire. En la mayoría de corporaciones son los altos directivos y los miembros de la junta los que

seleccionan las obras de beneficencia que se beneficiarán de las contribuciones corporativas. Es frecuente que elijan sus obras de beneficencia favoritas y los accionistas –cuyo dinero es el que se da– no tienen potestad alguna sobre esta decisión. Esto va en contra de la disposición de Buffett. «Cuando A coge dinero de B para dárselo a C –dice–, y A es un legislador, el proceso se denomina tributación. Pero cuando A es un miembro o un directivo de una corporación se le llama filantropía».<sup>7</sup>

En Berkshire, el accionista dice cuál ha de ser la obra de beneficencia y Berkshire emite el cheque. En 1981, el primer año de este programa, Berkshire distribuyó 1,7 millones de dólares en 675 obras de beneficencia. Durante los doce años siguientes, Berkshire ha contribuido con 60 millones de dólares a miles de obras benéficas. Sólo en 1993, los accionistas de Berkshire Hathaway donaron 9,4 millones de dólares a 3.110 obras benéficas.

Esta es sólo una pequeña medida del fenomenal éxito financiero de Berkshire. Cuando Buffett adquirió el control de Berkshire, el patrimonio neto de la corporación era de 22 millones de dólares. Veintinueve años más tarde, ha crecido hasta los 10,4 billones de dólares. El objetivo de Buffett es incrementar el valor contable de Berkshire Hathaway a una tasa anual del 15 %; muy por encima del rendimiento alcanzado por las empresas norteamericanas medias. Desde 1964, el valor contable de Berkshire por acción ha crecido de 19 dólares a 8.854 dólares. En una base de año en año, ha habido ocasiones en que los rendimientos de Berkshire han sido volátiles; los cambios en la bolsa y luego los valores principales que Berkshire posee han ocasionado amplias oscilaciones en el valor por acción (ver la tabla 1.1). Pero la rentabilidad anual es del 23,3 %, lo que excede del objetivo de Buffett del 15 %, y queda a mucha distancia del beneficio del índice Standard & Poor's 500. Esta actuación relativa es aún más impresionante cuando se considera que Berkshire está penalizada por impuestos sobre los ingresos y los beneficios y los rendimientos del Standard & Poor's 500 son antes de impuestos.

Berkshire Hathaway Inc. es compleja pero no complicada. Posee varios negocios –las compañías de seguros y los demás negocios descritos en este capítulo, más otras filiales menores no descritas debido a limitaciones de espacio– y, utilizando la riada de ingresos procedentes de las primas de seguros, también adquiere acciones de empresas que cotizan en bolsa. En todo ello encontramos el modo práctico con que Warren Buffett mira los negocios, tanto si se trata de un negocio que está pensando comprar inmediatamente como si es un negocio que está considerando para adquirir acciones, o la gestión de su propia empresa. Aquellos que aspiren a conseguir una parte del éxito de Buffett podrían hacer cosas mucho peores que adoptar su filosofía.

---

7. Informe anual de Berkshire Hathaway, 1987, 22.

<b>Año</b>	<b>Cambio del porcentaje anual</b>		
	<b>En valor contable por acción de Berkshire</b> <b>(1)</b>	<b>En S&amp;P 500 incluidos dividendos</b> <b>(2)</b>	<b>Resultados relativos</b> <b>(1)-(2)</b>
1965	23,8	10,0	13,8
1966	20,3	(11,7)	32,0
1967	11,0	30,9	(19,9)
1968	19,0	11,0	8,0
1969	16,2	(8,4)	24,6
1970	12,0	3,9	8,1
1971	16,4	14,6	1,8
1972	21,7	18,9	2,8
1973	4,7	(14,8)	19,5
1974	5,5	(26,4)	31,9
1975	21,9	37,2	(15,3)
1976	59,3	23,6	35,7
1977	31,9	(7,4)	39,3
1978	24,0	6,4	17,6
1979	35,7	18,2	17,5
1980	19,3	32,3	(13,0)
1981	31,4	(5,0)	36,4
1982	40,0	21,4	18,6
1983	32,3	22,4	9,9
1984	13,6	6,1	7,5
1985	48,2	31,6	16,6
1986	26,1	18,6	7,5
1987	19,5	5,1	14,4
1988	20,1	16,6	3,5
1989	44,4	31,7	12,7
1990	7,4	(3,1)	10,5
1991	39,6	30,5	9,1
1992	20,3	7,6	12,7
1993	14,3	10,1	4,2
1994	13,9	1,3	12,6

Fuente: Informe anual de 1993 de Berkshire Hathaway.

Notas: Los datos corresponden a años naturales con estas excepciones: 1965 y 1966, el año termina el 30 de septiembre; 1967, 15 meses que terminan el 31 del diciembre.

A partir de 1979, las reglas contables exigen que las compañías de seguros tengan en cuenta los valores de especulación que tienen en el mercado en lugar de al coste mínimo, que era lo que se exigía previamente. En esta tabla los resultados de Berkshire durante 1978 han sido rectificados para que estén conformes con las nuevas reglas.

**Tabla 1.1.** La rentabilidad de Berkshire versus la de S&P 500.

# 2

## Dos hombres sabios

La educación de Warren Buffett se entiende mejor si consideramos que se trata de una síntesis de dos diferentes filosofías de inversión procedentes de las mentes de dos figuras legendarias: Benjamin Graham y Philip Fisher. «Soy un 15 % Fisher –dice Buffett– y un 85 % Benjamin Graham».<sup>1</sup> No es sorprendente que la influencia de Graham sobre Buffett sea grande. Buffett fue primero un lector interesado de Graham, luego su estudiante, su empleado, colaborador y, finalmente, su socio. Graham moldeó la inexperta mente de Buffett. Sin embargo, aquellos que consideran que Buffett es el producto singular de las enseñanzas de Graham, ignoran la influencia de otra imponente mentalidad financiera: Philip Fisher.

Después de que Buffett leyera el libro de Fisher, *Common Stocks and Uncommon Profits* (Harper & Brothers, 1958), buscó al escritor. «Cuando me entrevisté con él (Fisher) quedé impresionado por el hombre y sus ideas», dijo Buffett. «Muy parecido a Ben Graham, Fisher era modesto, con un espíritu generoso y un maestro extraordinario». A pesar de que los enfoques de Graham y Fisher son diferentes, Buffett hace notar que «son paralelos en el mundo de las inversiones».<sup>2</sup>

### Benjamin Graham

Graham es considerado el padre del análisis financiero. Se le concedió esta distinción porque «antes de él no existía esta profesión (el análisis financiero) y después de él empezaron a llamarlo así».<sup>3</sup> Las dos obras más celebradas de Graham son *Security Analysis*, escrito en colaboración con David Dodd y que fue publicada originalmente en 1934, poco después del desastre de la bolsa de 1929, cuando la nación se encontraba sumergida en la peor de las depresiones, y *The Intelligent Investor*, publicada por primera vez en 1949.

1. «The Money Men – How Omaha Beats Wall Street», *Forbes*, 1 de noviembre de 1969, 82.

2. Warren Buffett, «What We Can Learn from Philip Fisher», *Forbes*, 19 de octubre de 1987, 40.

3. Adam Smith, *Supermoney* (Nueva York: Random House, 1972), 178.

Mientras otros académicos intentaban explicar este fenómeno económico, Graham ayudó a la gente a recuperar su base financiera y a seguir adelante.

Graham nació en Londres el 9 de mayo de 1894. Sus padres se trasladaron a Nueva York cuando él era un niño. Recibió la primera educación en la Boy's High de Brooklyn. A la edad de veinte años, obtuvo el título de diplomado universitario en ciencias de la Universidad de Columbia y fue elegido Phi Beta Kappa. Graham hablaba griego y latín con soltura y estaba interesado tanto en las matemáticas como en la filosofía. A pesar de su educación, que no tenía nada que ver con los negocios, inició una carrera en Wall Street. Empezó como mensajero de la empresa de corredores de bolsa de Newburger, Henderson & Loeb, colocando los precios de los bonos y las acciones en una pizarra por 12 dólares a la semana. De mensajero, ascendió a escribir informes de investigación y, poco después, se le hizo socio de la empresa. En 1919 ganaba un sueldo anual de 600.000 dólares; tenía veinticinco años de edad. En 1926, Graham constituyó una sociedad de valores con Jerome Newman. Fue esta sociedad la que contrató a Buffett unos treinta años después. Graham-Newman sobrevivió a la quiebra de 1929, a la depresión, a la Segunda Guerra Mundial, y a la Guerra de Corea antes de disolverse en 1956.

Desde 1928 hasta 1956, mientras estaba en Graham-Newman, Graham daba cursos nocturnos de finanzas en Columbia. Poca gente sabe que Graham se arruinó financieramente en el desastre de 1929. Por segunda vez en su vida –la primera fue cuando murió su padre, dejando a la familia desprotegida financieramente– Graham se puso a reconstruir su fortuna. El refugio de la docencia le dio a Graham la oportunidad de reflexionar y volver a evaluar. Con el asesoramiento de David Dodd, también profesor en Columbia, Graham realizó una completa disertación sobre la forma de hacer inversiones conservadoras.

*Security Analysis* apareció por vez primera en 1934. Entre ambos, Graham y Dodd tenían más de quince años de experiencia en inversiones. Les llevó cuatro años terminar el libro. Cuando *Security Analysis* fue publicado por primera vez, Louis Rich de *The New York Times* escribió: «Se trata del resultado meticuloso, completamente maduro y absolutamente meritorio de una investigación erudita y de sagacidad práctica. Si esta influencia tuviera que ejercerse alguna vez, sería para que la mente del inversor se dedicara a extenderse sobre los valores en lugar de en el mercado.»<sup>4</sup>

En la primera edición, Graham y Dodd dedicaron una significativa atención a los abusos corporativos. Antes de los decretos sobre valores de 1933 y 1934, la información corporativa era engañosa y totalmente inadecuada. La mayoría de empresas industriales se negaban a divulgar información sobre las ventas, tanto en ofertas públicas iniciales como en los mercados posteriores. Después de los decretos sobre valores, las reformas empresariales fue-

---

4. *New York Times*, 2 de diciembre de 1934.

ron lentes pero deliberadas. Para cuando apareció la tercera edición del libro en 1951, las referencias a abusos corporativos habían sido eliminadas, y en su lugar Graham y Dodd trataron los problemas de las relaciones accionistas-dirección. Estos problemas se centraban en la competencia de la dirección y la política de dividendos.

La esencia del *Security Analysis* es que una cartera bien elegida y diversificada de acciones ordinarias, basada en precios razonables, puede ser una inversión segura. Paso a paso y con cuidado, Graham ayudó al inversor a ver la lógica de este enfoque.

El primer problema con el que Graham tenía que luchar era la falta de una única definición universal de lo que es una inversión. Citando a Justice Brandeis, Graham señaló que «inversión es una palabra de muchos significados». Y es igual si el tema es una acción (y por lo tanto especulativa por definición) o un bono (y por lo tanto una inversión menos arriesgada). La compra de un bono mal asegurado no puede considerarse una inversión sin riesgo sólo porque se trata de un bono. Tampoco una acción con un precio menor que su activo neto actual puede considerarse una especulación. La decisión de comprar un valor con dinero prestado con la esperanza de obtener un beneficio rápido es especulación, sin tener en cuenta para nada si es un bono o una acción. En este caso, dijo Graham, la intención más que el carácter es lo que determinará si el valor es una inversión segura o una especulación.

Teniendo en cuenta las complejidades del tema, Graham propuso su propia definición. «Una operación de inversión es aquella que, después de un análisis cuidadoso, promete la seguridad del capital principal y un rendimiento satisfactorio. Las operaciones que no cumplen estos requisitos son especulativas».<sup>5</sup> Graham prefirió hablar de la inversión como una operación que impide la compra de una sola emisión. Anteriormente, Graham recomendó la diversificación de las inversiones para reducir el riesgo.

El «concienzudo análisis» sobre el que insistía, lo explicó como «el cuidadoso estudio de los hechos disponibles con la intención de sacar conclusiones basadas en principios establecidos y una lógica sólida».<sup>6</sup> Graham siguió describiendo el análisis como una función de tres fases: descriptiva, crítica y selectiva.

En la fase descriptiva, el analista recoge todos los aspectos destacados y los presenta de una manera inteligente. En la fase crítica, el analista se preocupa por los méritos de los criterios utilizados para comunicar información. En última instancia, el analista está interesado en una representación imparcial de los hechos. En la fase selectiva, el analista enjuicia las cualidades atractivas o no atractivas del valor en cuestión.

5. Benjamin Graham y David Dodd, *Security Analysis*, 3<sup>a</sup> edición (Nueva York; McGraw-Hill, 1951), 38.

6. *Ibid.* 13.

Para que un valor sea considerado una inversión segura, dijo Graham, debe existir un cierto grado de seguridad del principal y una tasa de rendimiento satisfactoria. Graham explicó que la seguridad no es absoluta. La inversión debe considerarse segura y a salvo de pérdidas bajo condiciones razonables. Graham admitió que algo inusual o improbable puede poner en peligro a un bono seguro. Un rendimiento satisfactorio incluye no sólo los ingresos sino el aumento o revalorización del precio. Graham manifestó que «satisfactorio» es un término subjetivo. Dice que «rendimiento» puede ser cualquier cantidad, por baja que sea, siempre que el inversor actúe con un cierto grado de inteligencia y se adhiera a la definición completa de inversión. Un individuo que realiza un concienzudo análisis financiero basándose en una lógica sólida, que indica una tasa de rendimiento razonable sin comprometer la seguridad del principal, sería considerado, según la definición de Graham, como un inversor y no un especulador.

Si no hubiera sido por el mal comportamiento del mercado de obligaciones de renta fija, la definición de inversión de Graham podía haber sido pasada por alto. Pero cuando entre 1929 y 1932 el Dow Jones de bonos descendió de 97,70 a 65,78, los bonos u obligaciones no pudieron ser ya considerados puras inversiones. Como las acciones, los bonos no sólo perdieron un valor considerable sino que muchos emisores quebraron. Por lo tanto, lo que se necesitaba era un proceso que pudiera distinguir entre las características de inversión, tanto de acciones como de bonos, de sus contráfiguras especulativas.

Durante toda su vida, Graham estuvo inquieto por los temas de inversión y especulación. Hacia el fin de su vida, Graham contempló con desaliento cómo los inversores institucionales emprendían acciones que eran claramente especulativas. Poco después del mercado bajista de 1973-1974, Graham fue invitado a asistir a una conferencia de gestores de fondos patrocinada por Donaldson, Lufkin y Jenrette. Cuando Graham estaba sentado en la mesa redonda de la conferencia, se sentía asombrado de haber sido admitido por ese grupo de colegas. «No podía comprender –dijo Graham–, cómo la gestión de dinero por las instituciones había degenerado de sólidas inversiones a esta carrera de ratas que intenta conseguir el mayor rendimiento posible en el período más corto».7

La segunda contribución de Graham –después de distinguir entre inversión y especulación– fue una metodología por la que la adquisición de acciones ordinarias se consideraría una inversión. Antes del *Security Analysis* se había conseguido muy poco utilizando un enfoque cuantitativo a la selección de acciones. Antes de 1929, las acciones que cotizaban eran, primordialmente, los ferrocarriles. Las empresas industriales y de bienes de consumo eran una pequeña parte de la lista general de acciones. Los bancos y las com-

7. «Ben Graham: The Grandfather of Investment Value Is Still Concerned», *Institutional Investor*, abril de 1974, 62.

pañías de seguros, las favoritas de los especuladores acaudalados, eran acciones que no se cotizaban. Estas empresas, primordialmente los ferrocarriles, cuyo valor como inversiones era discutible, se cotizaban a un precio que estaba cercano a su valor a la par. Estas empresas estaban respaldadas por un valor de capital real.

A medida que el país entraba en el mercado alcista de los años veinte, la disposición general de todas las acciones, incluyendo las industriales, empezó a mejorar. La prosperidad dio vida a más inversiones, las más notables en el sector inmobiliario. A pesar del boom de corta duración del sector inmobiliario en Florida en 1925, seguido por el desastre de 1926 también en Florida, los bancos comerciales y las empresas bancarias de inversiones continuaron recomendando acciones de empresas inmobiliarias. Esta clase de inversión animó la actividad inversionista y, en última instancia, la actividad de los negocios. Este vínculo siguió alimentando las llamas del optimismo. Como dijo Graham, el optimismo incontrolado puede conducir a la manía, y una de las características principales de las manías es su incapacidad para recordar las lecciones de historia.

Mirando hacia atrás, Graham identificó tres fuerzas que él creía responsables del crash bursátil. Primero fue su manipulación por las sociedades de valores. Cada día, se decía a los corredores de bolsa qué emisiones había que «mover» y lo que tenían que decir para crear excitación respecto a los valores. Lo segundo, era la política bancaria de prestar dinero con el propósito de adquirir valores. Los bancos prestaban dinero a los especuladores, que a su vez esperaban ansiosamente el último soplo caliente de Wall Street. Los préstamos de los bancos para compras de títulos ascendió de un billón de dólares en 1921 a 8,5 billones en 1929. Como sea que los préstamos estaban respaldados por el valor de los títulos, cuando sucedió el crash, igual que sucede con un castillo de naipes, todo se derrumbó. Hoy en día existen leyes para proteger a los individuos del fraude de los intermediarios, y la práctica de adquirir títulos a crédito se encuentra muy reducida, si la comparamos con los años veinte. Pero el área que no podía legislarse y que sin embargo, en opinión de Graham, era igual de responsable del crash era el optimismo excesivo, la tercera fuerza.

El peligro de 1929 no era que la especulación intentara disfrazarse de inversión sino más bien que la propia inversión se amoldara por sí sola a la especulación. Graham advirtió que el optimismo histórico era feroz. Animados por el pasado, los inversores proyectaban una era de continuo crecimiento y prosperidad. Los compradores de acciones empezaron a perder su sentido de la proporción respecto al precio. Graham dijo a la gente que estaban pagando precios por los valores sin ningún sentido de las expectativas matemáticas. Los títulos valían cualquier precio que el mercado optimista cotizara, dijo. El colmo de esta locura era que la línea entre la especulación y la inversión se volvía confusa.

Cuando se notó todo el impacto del crash bursátil, las acciones volvieron a

ser etiquetadas de especulación. Cuando se inició la Depresión, todo el concepto de inversión en acciones era un anatema. Sin embargo, dice Graham, las filosofías de inversión cambian con el estado psicológico. Después de la Segunda Guerra Mundial, la confianza en las acciones volvió a resurgir. Cuando Graham escribió la tercera edición de *Security Analysis* entre 1949 y 1951, reconoció que las acciones se habían convertido en una parte instrumental de la cartera de un inversor.

En los veinte años que siguieron al crash bursátil, aparecieron numerosos estudios académicos que analizaban los diferentes enfoques de la inversión en acciones. El mismo Graham describió tres enfoques: el enfoque de sección transversal, el enfoque de anticipación y el enfoque de margen de seguridad.

El enfoque de sección transversal sería hoy el equivalente a la inversión según el índice. Tal como manifestó Graham, la selectividad ha sido intercambiada por la diversificación. Un inversor adquiriría cantidades iguales de las treinta empresas industriales del índice Dow Jones y sacaría iguales beneficios que esas empresas seleccionadas. Graham señaló que no había ninguna seguridad de que Wall Street pudiera conseguir unos resultados mejores que los de este índice.

El enfoque de anticipación fue subdividido en los enfoques de selectividad a corto plazo y de acciones con perspectiva de mejorar su precio. La selectividad a corto plazo es un enfoque en el que los individuos intentan beneficiarse por medio de empresas que tienen la perspectiva más favorable para el siguiente período, habitualmente de seis meses a un año. Wall Street consume mucha energía pronosticando las perspectivas económicas –incluyendo volumen de ventas, costes y beneficios– que una empresa espera conseguir. La falacia de este enfoque, según Graham, era que las ventas y los beneficios son, con frecuencia, volátiles y que la anticipación de las perspectivas económicas inminentes puede ser fácilmente descontada del precio de la acción. Por último y aún más importante, Graham alega que el valor de una inversión no es lo que ésta ganará este mes o el siguiente, ni lo que será el volumen de ventas del próximo trimestre, sino lo que esa inversión se puede esperar que le rendirá a un inversor durante un largo período de tiempo. Las decisiones basadas en datos a corto plazo acostumbran a ser demasiado superficiales y temporales. No sorprende pues, a causa de su énfasis en el cambio y la transacción, que el enfoque de selectividad a corto plazo sea el enfoque dominante en Wall Street.

Las acciones en crecimiento o al alza, definido de una forma simplista, son empresas cuyas ventas y beneficios crecen a unas tasas por encima de las de las empresas normales. Graham utilizaba la definición de la National Investors Corporation, que identificaba a las compañías en crecimiento como empresas cuyos beneficios pasan de un ciclo a otro. Las dificultades de tener éxito con el enfoque de las acciones al alza, explicó Graham, se centran en la habilidad del inversor para identificar las empresas en crecimiento y luego

en discernir el grado del precio actual de la acción, una vez descontado el potencial de crecimiento de la empresa.

Cada empresa tiene lo que se denomina un *ciclo de vida* de beneficios. En la fase primaria de desarrollo, los ingresos de una empresa se aceleran y los beneficios empiezan a materializarse. Durante la fase de expansión rápida, los ingresos siguen creciendo, los márgenes de beneficio se expanden y hay un fuerte aumento de los beneficios. Cuando una empresa entra en la fase de crecimiento-madurez, los ingresos empiezan a ralentizarse y lo mismo hacen los beneficios. En la última fase, la de estabilización-declive, los ingresos caen y tanto los márgenes de beneficios como los beneficios declinan.

Los inversores al alza, según Graham, se enfrentan a un dilema. Si seleccionan una empresa que se encuentra en la fase de rápida expansión, pueden encontrarse con que el éxito de la misma sea temporal. Como sea que la empresa no ha pasado por años de prueba, los beneficios pueden evaporarse pronto. Por otro lado, una empresa en la fase de madurez-crecimiento puede encontrarse en una fase más avanzada, a punto de entrar en el período de estabilización-declive, cuando los beneficios empiecen a reducirse. La habilidad de fijar exactamente a una empresa en su ciclo de vida ha dejado, durante décadas, perplejo al analista financiero.

Si asumimos que el inversor ha seleccionado fielmente a una empresa en crecimiento, ¿qué precio debería pagar? Es obvio que si es bien conocido que una empresa se encuentra en un período de prosperidad, el precio de sus acciones será relativamente alto. Graham preguntó, ¿cómo sabrán ustedes si el precio es demasiado alto o no? La respuesta es difícil de determinar y, además, incluso si fuera posible determinarla adecuadamente, el inversor se enfrenta inmediatamente a un nuevo riesgo: que la empresa crezca más despacio de lo que se pensaba. Si esto sucede, el inversor habrá pagado demasiado y el mercado, entonces, es más que probable que haga caer el precio de las acciones.

Si el analista, en palabras de Graham, es optimista respecto al crecimiento futuro de la empresa y además cree que la empresa será una adición adecuada a la cartera, tiene dos técnicas para comprar: comprar acciones de la empresa cuando el mercado global esté negociando a bajo precio (lo que generalmente sucede durante alguna clase de corrección, habitualmente un mercado a la baja), o comprar los valores cuando cotizan por debajo de su valor intrínseco, a pesar de que el mercado global no sea sustancialmente barato. En cualquiera de las dos técnicas, dijo Graham, en el precio de compra se encuentra presente un «margen de seguridad».

Adquirir valores únicamente cuando el mercado es bajo, conduce a algunas dificultades. Primero, tienta al inversor a desarrollar alguna clase de fórmula que indique en qué puntos el mercado es caro y en cuáles es barato. El inversor, explicó Graham, se convierte en un esclavo de la predicción de los giros del mercado, un proceso que dista mucho de ser seguro. En segundo lugar, cuando el mercado está valorado de forma imparcial, los inversores

son incapaces de comprar acciones ordinarias, de forma rentable. Sin embargo, esperar a una corrección del mercado antes de comprar valores puede ser muy cansado y, al final, es fútil.

Graham sugirió que las energías de un inversor estarían mucho mejor utilizadas en la identificación de valores infravalorados, sin tener en cuenta para nada el nivel de precio del mercado global. Para que esta estrategia funcione de manera sistemática, admitió Graham, los inversores necesitan un método o técnica para identificar los valores infravalorados. El objetivo del analista es desarrollar la capacidad para recomendar valores que se están vendiendo por debajo de su valor calculado. La idea de adquirir valores infravalorados sin tener en cuenta los niveles del mercado era una idea nueva en los años treinta y cuarenta. El objetivo de Graham fue perfilar esta estrategia.

Graham redujo el concepto de la inversión segura a un lema que él llamaba el «margen de seguridad». Este lema intentaba reunir todos los valores, acciones y bonos en un enfoque singular de cara a la inversión. Si, por ejemplo, un analista repasaba la historia de resultados de una empresa y descubría que, de promedio durante los últimos cinco años, la empresa había sido capaz de ganar anualmente cinco veces sus gastos fijos, las obligaciones de esa empresa, dijo Graham, poseían un margen de seguridad. Graham no esperaba que el inversor determinara de forma exacta los ingresos futuros de la empresa. En lugar de ello, imaginaba que si el margen entre los ingresos y las cargas fijas era lo suficientemente grande, el inversor estaría protegido contra un declive inesperado de los ingresos de la empresa.

Establecer un concepto de margen de seguridad para los bonos no fue demasiado difícil. El verdadero test fue la capacidad de Graham para adaptar el concepto a las acciones ordinarias. Graham pensaba que un margen de seguridad existía para las acciones si el precio estaba por debajo de su valor intrínseco. Es obvio que para que el concepto funcionara, los analistas necesitaban una técnica para determinar el valor intrínseco de una empresa. La definición de Graham de valor intrínseco, tal como apareció en *Security Analysis*, era «ese valor que viene determinado por los hechos». Estos hechos incluyen los activos de una empresa, sus beneficios y dividendos, y cualquier expectativa definida futura. Graham admitió que el factor más importante a la hora de determinar el valor de una empresa es su futuro poder de ingresos. Simplificándolo exageradamente, el valor intrínseco de una empresa puede encontrarse haciendo una estimación de los ingresos de una empresa y multiplicándolos por un adecuado factor de capitalización. Este factor, o multiplicador, está influido por la estabilidad de ingresos, activos, política de dividendos y salud financiera de la empresa.

La utilización del enfoque del valor intrínseco, dijo Graham, estaba limitada por los cálculos imprecisos de un analista sobre el futuro económico de una empresa. A Graham le preocupaba el hecho de que las proyecciones de un analista podían ser fácilmente negadas por toda una serie de factores po-

tenciales futuros. El volumen de las ventas, los precios y los gastos son difíciles de pronosticar, lo que hace que la aplicación de un multiplicador sea mucho más compleja. Como se negaba a ser disuadido, Graham sugirió que el margen de seguridad podía funcionar con éxito en tres áreas. Primero, funcionaba bien con valores estables como los bonos y las acciones preferentes. Segundo, podía ser utilizado en el análisis comparativo. Tercero, Graham consideraba que si el espacio entre el precio de una empresa y su valor intrínseco era lo suficientemente grande, el concepto de margen de seguridad podía utilizarse para seleccionar valores.

Graham les pedía a los lectores que aceptaran la idea de que el valor intrínseco es un concepto escurridizo. Es diferente del precio de cotización del mercado. Originalmente, se pensaba que el valor intrínseco era lo mismo que el valor contable de una empresa, o la suma de sus activos reales menos las obligaciones. Esta idea condujo a la creencia de que el valor intrínseco era definido. Sin embargo, los analistas llegaron a saber que el valor de una empresa no sólo son sus activos netos reales sino, además, el valor de los ingresos que estos activos producen. Graham propuso que no era esencial determinar el valor intrínseco exacto de una empresa sino, en lugar de ello, aceptar una medida o escala de valor aproximada. Para establecer un margen de seguridad, el analista sólo necesita un valor aproximado que sea considerablemente más alto o más bajo que su precio de mercado.

El análisis financiero no es una ciencia exacta, dijo Graham. Existen ciertos factores cuantitativos –incluyendo balances, cuentas de resultados, beneficios y dividendos, activos y pasivos– que se prestan a un análisis concienzudo. También hay factores cualitativos que no son fácilmente analizables pero que, sin embargo, son ingredientes esenciales del valor intrínseco de una empresa. Los dos factores cualitativos que se acostumbra a manejar son «la capacidad directiva» y la «naturaleza del negocio».

En general, Graham sentía recelo respecto al énfasis que se ponía en los factores cualitativos. Las opiniones sobre la dirección y la naturaleza de un negocio no son fácilmente mensurables, y lo que es difícil de medir, pensaba Graham, puede ser mal medido. No es que Graham creyera que estos factores cualitativos no tuvieran valor; lo que sucedía es que cuando los inversores ponen demasiado énfasis en estos conceptos escurridizos, aumenta el potencial para la desilusión. El optimismo respecto a los factores cualitativos lleva con frecuencia a un multiplicador más alto. La experiencia de Graham le condujo a creer que, a medida que los inversores se apartaban de los valores tangibles y se acercaban a los intangibles, como la capacidad directiva y la naturaleza de un negocio, estaban invitando a que aparecieran unas formas de pensar potencialmente arriesgadas.

Asegúrense del terreno que pisan, decía Graham. Empiecen con los valores de los activos netos como punto de partida fundamental. Si adquirió bienes, su desventaja quedó limitada al valor de liquidación de esos bienes. El razonamiento de Graham decía que nadie puede salvarle de las proyecciones

optimistas de crecimiento si esas proyecciones no se cumplen. Si una empresa se percibe como un negocio atractivo, que posee una dirección soberbia que permite prever unos altos ingresos futuros, no hay duda de que esto atraería a un número creciente de compradores de valores. «Por lo tanto los inversores los comprarán –dijo Graham–, y al hacerlo aumentarán el precio y por lo tanto los beneficios. A medida que más inversores se enamoren del rendimiento prometido, el precio sube libremente a partir del valor subyacente y flota libremente hacia arriba, creando una burbuja que se hincha de una forma muy hermosa hasta que, finalmente, debe explotar.»<sup>8</sup>

Si la mayor cantidad del valor intrínseco de una empresa se mide por la calidad de la dirección, la naturaleza del negocio y unas proyecciones de crecimiento optimistas, hay poco margen de seguridad, dijo Graham. Si por otro lado, una cantidad mayor del valor intrínseco de una empresa es la suma de factores cuantitativos mensurables, Graham pensaba que la desventaja del inversor era entonces más limitada. Los activos fijos son mensurables. Los dividendos son mensurables. Los beneficios actuales así como los históricos son mensurables. Cada uno de estos factores puede demostrarse con cifras y convertirse en una fuente de lógica certificada por la experiencia real.

Graham dijo que tener una buena memoria era su única pena. Era la memoria de encontrarse desposeído financieramente dos veces en su vida lo que le condujo a adoptar un enfoque de inversión que recalca la protección de las desventajas en contra del potencial de lo bueno. Graham dijo que hay dos reglas para invertir: la primera es No pierdas; la segunda regla es No olvides la primera regla. Esta filosofía de «no pierdas» guió a Graham hacia dos enfoques de selección de acciones ordinarias que, cuando se aplican, conceden un margen de seguridad. El primer enfoque es comprar una empresa por menos de los dos tercios del valor de sus activos netos. El segundo enfoque es centrarse en acciones con una baja relación de precio con respecto a los beneficios (PER).

Comprar valores por un precio menor de los dos tercios de sus activos netos encajaba perfectamente en el sentido de Graham y satisfacía sus deseos de alguna expectativa matemática. Graham no concedía ningún peso a la fábrica, los edificios y los equipos de una empresa. Además, lo deducía todo de las obligaciones de la empresa a corto y largo plazo. Lo que quedaba eran los activos netos actuales. Si el precio de los valores estaba por debajo del valor por acción, Graham pensaba que existía un margen de seguridad. Por lo tanto, una compra estaba justificada. Graham consideraba que éste era un método de invertir a toda prueba. Aclaró que los resultados se basaban en el probable resultado de un grupo de valores (diversificación), no en los resultados individuales. Esta clase de valores eran abundantes en el fondo del mercado bajista y más escasos durante los mercados alcistas.

8. *Ibid.*, 61.

Reconociendo que esperar a una corrección del mercado antes de realizar una inversión puede no ser razonable, Graham se dispuso a diseñar un segundo enfoque para comprar valores. Se centró en valores que tuvieran un precio bajo y que se vendieran con un PER bajo. Además, la empresa debía tener un cierto valor neto de activo. En otras palabras, la empresa tenía que poseer menos deudas de lo que valía. Durante toda su carrera, Graham trabajó con diversas variaciones de este enfoque. Poco antes de su muerte, Graham estaba revisando la quinta edición de *Security Analysis* con Sidney Cottle. En esa época, Graham estaba analizando los resultados financieros de valores que había adquirido basándose en un PER bajo, un precio de los valores que fuera igual a la mitad de su anterior precio más alto y, por supuesto, un valor neto de activo. Graham puso a prueba los valores en 1961 y encontró que los resultados eran muy prometedores.

Ambos enfoques –comprar valores por menos de los dos tercios del valor neto del activo y comprar valores con bajos PER– tenían una cosa en común. Los valores que Graham seleccionó, basándose en estos métodos, no eran nada gratos al mercado. Alguna clase de macro o microsuceso hizo que el mercado cotizara estos valores por debajo de su valor. Graham pensó que estos valores, cotizados «injustificadamente bajos», eran unas adquisiciones atractivas.

La convicción de Graham descansaba en ciertas asunciones. Primero, él opinaba que, con frecuencia, el mercado se equivocaba al fijar los precios de los valores. Casi siempre era por culpa de las emociones humanas de codicia y miedo. En el punto culminante del optimismo, la codicia lleva a los valores más allá de su valor intrínseco, creando un mercado sobrevalorado. En otros momentos, el miedo lleva a los precios por debajo de su valor intrínseco, creando un mercado infravalorado. La segunda asunción estaba basada en el fenómeno estadístico «regreso al promedio», a pesar de que Graham no utilizaba este término. De una forma más elocuente citaba a Horacio, que dijo: «Muchos que están caídos serán restaurados y muchos que ahora son honrados caerán». Dígase como se diga, Graham creía que un inversor podía beneficiarse de las fuerzas correctoras de un mercado ineficaz.

## Philip Fisher

Mientras Graham estaba escribiendo *Security Analysis*, Philip Fisher estaba empezando su carrera de asesor de inversiones. Después de asistir a la Stanford University Graduate School of Business Administration, Fisher comenzó a trabajar como analista en el Anglo London & Paris National Bank en San Francisco. En menos de dos años le hicieron jefe del departamento estadístico del banco. Fue desde esta posición que presenció el crash bursátil de 1929. Luego, después de una corta carrera con una empresa local de co-

rredores de bolsa, Fisher decidió fundar su propia empresa de asesoría de inversiones. El 1 de marzo de 1931, Fisher & Company empezó a buscar clientes.

Es posible que fundar una empresa de asesoría de inversiones a principios de los años treinta pueda parecer poco sensato. Sin embargo, Fisher descubrió, con gran sorpresa, que tenía dos ventajas. La primera, cualquier inversor, con un poco de dinero después del desastre de la bolsa, era probable que se sintiera disgustado con su actual corredor de bolsa; y la segunda, que la gente de negocios, en medio de la Depresión, tenía mucho tiempo para sentarse y hablar con Fisher. En Stanford, una de las asignaturas de Fisher exigía que éste acompañara a su profesor en visitas periódicas a empresas del área de San Francisco. El profesor emprendió una serie de discusiones con los directivos sobre sus empresas. Durante el viaje de regreso a Stanford, Fisher y su profesor hablaban interminablemente sobre las empresas y los directivos a los que visitaban. «Esa hora de cada semana, dice Fisher, fue el entrenamiento más útil que haya recibido nunca».ºº Fueron estas experiencias, nos hace notar Fisher, las que le condujeron a creer que se podían obtener estupendos beneficios al (1) invertir en empresas con un potencial por encima del promedio y (2) alineándose con los directores más capacitados. Para seleccionar a estas empresas excepcionales, Fisher desarrolló un «sistema de puntos» que calificaban a una empresa por las características de su negocio y su dirección.

La característica de un negocio que más impresionó a Fisher era la capacidad de una empresa de hacer aumentar las ventas y los beneficios a lo largo de los años a unas tasas superiores al promedio del sector.<sup>10</sup> Fisher creía que para hacer esto una empresa necesitaba poseer «productos o servicios con suficiente potencial de mercado para hacer posible un incremento considerable de las ventas, por lo menos durante varios años».<sup>11</sup> Fisher no estaba muy preocupado respecto a unos constantes incrementos anuales en las ventas. Prefería enjuiciar el éxito de una empresa durante un período de varios años. Se daba cuenta de que los cambios en el ciclo del negocio tendrían un efecto material sobre las ventas y los beneficios. Sin embargo, Fisher identificó a empresas que, década tras década, mostraron promesas de un crecimiento por encima del promedio. Según Fisher, las dos clases de empresas que podían esperar alcanzar un crecimiento por encima del promedio eran empresas (1) «afortunadas y capaces» y (2) «afortunadas porque eran capaces».

La Aluminium Company of America era un ejemplo, dice Fisher, de una empresa que era «afortunada y capaz». La empresa era «capaz» porque los

---

9. John Train, *The Money Masters* (Nueva York: Penguin Books, 1981), 60.

10. Philip Fisher, *Common Stocks and Uncommon Profits*, (Nueva York: Harper & Brothers, 1958), 11.

11. *Ibid*, 16.

fundadores de la empresa eran gente de gran capacidad. La dirección de Alcoa predijo los usos comerciales para sus productos y trabajó de una forma agresiva para capitalizar el mercado del aluminio para aumentar las ventas. La empresa también era «afortunada», dijo Fisher, porque los acontecimientos fuera del inmediato control de la dirección estaban teniendo un impacto positivo sobre la empresa y su mercado. El rápido desarrollo del transporte aéreo estaba incrementado rápidamente las ventas de aluminio. A causa del sector de la aviación, Alcoa se estaba beneficiando mucho más de lo que originalmente había previsto la dirección.

Du Pont era una empresa, según Fisher, que era «afortunada porque era capaz». Si Du Pont se hubiera quedado con su producto original, la pólvora para voladuras, a la empresa le hubiera ido bien como a la mayoría de las típicas empresas mineras. Pero como resulta que la dirección capitalizó el conocimiento que había adquirido a través de la fabricación de la pólvora, Du Pont pudo lanzar nuevos productos, incluyendo el nilón, el celofán y el Lucite. Éstos productos crearon sus propios mercados, produciendo billones de dólares de ventas para Du Pont.

Los esfuerzos de investigación y desarrollo de una empresa, manifestó Fisher, contribuyen poderosamente a que la empresa mantenga un crecimiento de ventas por encima del promedio. Obviamente, explicó Fisher, ni Du Pont ni Alcoa hubieran tenido éxito a largo plazo sin una significativa dedicación y compromiso con la investigación y el desarrollo. Incluso los negocios que no son técnicos, dijo, necesitan un dedicado esfuerzo de investigación para producir mejores productos y unos servicios más eficientes.

Además de la investigación y el desarrollo, Fisher también examinó la organización de ventas de las empresas. Según él, una empresa puede desarrollar unos productos y servicios sobresalientes, pero a menos que sean «comercializados de una forma experta» el esfuerzo de investigación y desarrollo nunca se traducirá en ingresos. Es responsabilidad de la organización de ventas ayudar a los clientes a comprender los beneficios de los productos y servicios de una empresa. Una organización de ventas, explicó Fisher, también debe monitorizar los hábitos de compra de sus clientes y ser capaz de localizar los cambios en las necesidades de los clientes. La organización de ventas, de acuerdo con Fisher, se convierte en el vínculo inapreciable entre el mercado y la unidad de investigación y desarrollo.

Sin embargo, sólo el potencial de mercado es insuficiente. Fisher creía que, incluso cuando es capaz de producir un crecimiento de las ventas por encima del promedio, una empresa es una inversión inadecuada si no es capaz de generar beneficios para los accionistas. «Todo el incremento de ventas del mundo no producirá el tipo adecuado de vehículo si, con los años, los beneficios no crecen de una forma correlativa», dijo.<sup>12</sup> De acuerdo con esto, Fisher examinaba los márgenes de beneficio de una empresa, su dedicación

12. *Ibid.* 33.

al mantenimiento y mejora de los mismos y, finalmente, su análisis de costes y los controles contables.

Fisher opinaba que los mejores rendimientos de inversión no se obtenían nunca invirtiendo en empresas marginales. Esas empresas acostumbran a producir beneficios adecuados durante los períodos de expansión pero ven como estos beneficios declinan rápidamente durante tiempos económicos difíciles. Por este motivo, Fisher buscaba empresas que no sólo fueran el productor a menor coste de productos o servicios, sino que se dedicaran a permanecer en este estado. Una empresa con un punto de equilibrio bajo o con el correspondiente alto margen de beneficio, es más capaz de soportar entornos económicos deprimidos. En última instancia puede eliminar a los competidores más débiles y, por lo tanto, fortalecer su propia posición en el mercado. Ninguna empresa, dijo Fisher, será capaz de sostener su rentabilidad a menos que sea capaz de analizar los costes de hacer negocios al mismo tiempo que comprender el coste de cada paso del proceso de fabricación. A fin de conseguir esto, explicó, una empresa debe instalar unos controles contables adecuados y un análisis de costes. Esta información de costes, manifestó Fisher, permite que una empresa dirija sus recursos a aquellos productos o servicios que tienen el mayor potencial económico. Además, los controles contables ayudarán a identificar los obstáculos que puedan existir en las operaciones de la empresa. Estos obstáculos o ineficacias actúan como un instrumento de aviso enfocado a la protección de la rentabilidad general de la empresa.

La sensibilidad de Fisher respecto a la rentabilidad de una empresa estaba relacionada con otra preocupación que él identificaba como la capacidad de una empresa para crecer en el futuro sin necesitar financiación por la vía de las ampliaciones de capital. Además, una empresa que es capaz de mantener unos adecuados controles de costes sobre sus activos fijos y las necesidades del capital circulante, es más capaz de manejar sus necesidades de dinero.

Fisher se daba cuenta de que las mejores empresas poseen no sólo unas características de negocio por encima del promedio sino que, e igual de importante, están dirigidas por individuos que poseen una capacidad directiva por encima de la media. Estos directivos, decía, están decididos a desarrollar nuevos productos y servicios, y continuarán espoleando el crecimiento de las ventas mucho después de que los productos o servicios actuales estén ampliamente explotados. Muchas empresas, manifestó Fisher, tienen unas adecuadas perspectivas de crecimiento de líneas de productos y servicios existentes que sustentarán a estas empresas durante varios años, pero son pocas las que tienen unas políticas para asegurarse unas ganancias consistentes durante un plazo de diez a veinte años. «La dirección ha de tener una política viable –dijo–, para conseguir estos fines con toda la buena disposición necesaria para subordinar los beneficios inmediatos a las mayores ganancias de largo alcance que este concepto exige». <sup>13</sup> Subordinar los beneficios inmedia-

tos, explicó, no debe confundirse con sacrificar los beneficios inmediatos. El directivo por encima de la media tiene la capacidad simultánea de poner en práctica los planes de largo alcance de la empresa mientras se centra en las operaciones diarias de la empresa.

Además de esta capacidad, preguntaba Fisher, ¿tiene el negocio una dirección de una integridad y honestidad incuestionables? ¿Se comportan los directivos como si fueran representantes de los accionistas, o parece como si la dirección estuviese sólo preocupada por su propio bienestar? Una forma de determinar las intenciones de la dirección, contaba Fisher, es observar la forma en que la dirección se comunica con sus accionistas. Todos los negocios, buenos y malos, experimentarán un período de dificultades inesperadas. Es habitual que cuando el negocio va bien la dirección hable libremente; pero cuando el negocio declina, la dirección ¿habla abiertamente de las dificultades de la empresa o se niega a hablar? La forma en que la dirección responde a las dificultades del negocio, decía Fisher, dice mucho sobre esa dirección.

Para que un negocio tenga éxito, argüía, la dirección debe desarrollar unas buenas relaciones de trabajo con todos sus empleados. Los empleados, explicaba, deberían sentir realmente que sus empresas son un buen lugar para trabajar. La clase obrera debería sentir que se la trata con respeto y decencia. Los empleados ejecutivos deberían sentir que los ascensos están basados en la capacidad y no en el favoritismo. Además, preguntaba Fisher, ¿cuál es la profundidad de la dirección? ¿El director general tiene un equipo de talento, y es capaz de delegar autoridad para que lleven partes del negocio?

Finalmente, Fisher examinaba la peculiaridad de una empresa, o sea, sus aspectos de negocio y de dirección más la forma en que se compara con otros negocios del mismo sector. En esta búsqueda, Fisher intentó descubrir las claves que pudieran conducirle a comprender la superioridad de una empresa en relación con sus competidoras. Fisher argüía que leer únicamente los informes financieros de una empresa no es suficiente para justificar una inversión. El paso esencial en una inversión prudente es descubrir tanto como sea posible sobre una empresa, a través de aquellos individuos que están familiarizados con ella. Hay que admitir que Fisher estaba intentando una encuesta variada. Él llamaba a esta encuesta al azar «el runrún». Hoy podríamos llamarla los rumores de los negocios. Fisher estaba seguro de que si se maneja adecuadamente, el «runrún» proporcionará unas claves sustanciosas que permitirán al inversor identificar unas inversiones sobresalientes.

La investigación «runrún» de Fisher le llevó a entrevistar a clientes y vendedores. Buscó a antiguos empleados así como a asesores que habían tra-

13. Philip Fisher, *Developing an Investment Philosophy*, The Financial Analysts Research Foundation, Monografía número 10, 1.

jado para la empresa. Fisher contactó con científicos investigadores en universidades, empleados del gobierno y ejecutivos de asociaciones empresariales. También entrevistó a competidores. A pesar de que los ejecutivos puedan dudar a veces en destapar demasiadas cosas sobre su empresa, comentó Fisher, nunca están faltos de una opinión sobre sus competidores. «Es sorprendente», dijo Fisher, «que una imagen fiel de los puntos fuertes y débiles de cada empresa en un sector pueda obtenerse de una sección transversal representativa de las opiniones de aquellos, que de un modo u otro, están interesados en cualquier empresa en especial».<sup>14</sup>

La mayoría de inversores no están dispuestos a sacrificar el tiempo y la energía que Fisher exige para comprender una empresa. El desarrollo de una red de «runrún» y concertar entrevistas ocupa mucho tiempo; replicar el proceso de «runrún» para cada empresa puede ser agotador. Fisher redujo su carga de trabajo disminuyendo el número de empresas que poseía. Según Fisher, prefería poseer unas pocas compañías sobresalientes que un número mayor de negocios medios. Generalmente, sus carteras incluían menos de diez empresas, y con frecuencia tres o cuatro empresas representaban el 75 % de su cartera.

Fisher creía que para tener éxito los inversores sólo necesitan hacer unas cuantas cosas bien. Esto incluye la inversión en empresas que se encuentren dentro del círculo de competencia del inversor. Fisher dijo que su primer error había sido «proyectar mi habilidad más allá de los límites de la experiencia. Empecé a invertir fuera de los sectores que yo creía comprender a fondo, en esferas de actividad completamente diferentes; situaciones en las que yo no poseía un conocimiento comparable del historial.»<sup>15</sup>

## En comparación

Las diferencias entre Graham y Fisher son patentes. Graham, el analista cuantitativo, destacaba únicamente aquellos factores que podían medirse: activos fijos, beneficios actuales y dividendos. La investigación de Graham incluía sólo los informes anuales. A diferencia de Fisher, Graham no se entrevistó con clientes, competidores o directivos. Sólo estaba interesado en desarrollar un enfoque de inversión que pudiera ser adaptado, de manera fácil y segura, por el inversor medio. A fin de limitar los riesgos, Graham aconsejaba a los inversores que diversificaran totalmente sus valores en cartera.

El enfoque de inversión de Fisher puede considerarse como la antítesis del de Graham. Fisher, el analista cualitativo, enfatizaba aquellos factores que creía que incrementaban el valor de una empresa: las perspectivas futu-

---

14. Fisher, *Common Stocks*, 13.

15. Fisher, «Developing an Investment Philosophy», 29.

ras y la capacidad directiva. Mientras que Graham sólo estaba interesado en adquirir valores baratos, Fisher estaba interesado en comprar empresas que habían mostrado el potencial de incrementar sus valores intrínsecos a largo plazo. A diferencia de Graham, Fisher no escatimaba esfuerzos, incluso realizando extensas entrevistas, para descubrir pedacitos de información que pudieran mejorar su proceso de selección. Finalmente, en contraste con Graham, Fisher prefería concentrar sus valores de cartera e incluir sólo unos pocos títulos.

Warren Buffett opina que estas dos diferentes doctrinas «son paralelas en el mundo de las inversiones». Su enfoque de inversión ha sido combinar una comprensión cualitativa del negocio y su dirección, enseñado por Fisher, con una comprensión cuantitativa del precio y el valor, enseñado por Graham.

## Síntesis

Poco después de la muerte de Graham en 1976, Buffett se convirtió en el administrador designado del enfoque de Graham. Verdaderamente, el nombre de Buffett se convirtió en sinónimo de inversión de valor.<sup>16</sup> Este nombramiento parecía lógico. Era el más famoso de los estudiantes de Graham, y el mismo Buffett no dejó pasar nunca una oportunidad de reconocer la deuda intelectual que tenía con él. Incluso en la actualidad, Buffett considera que Graham era el individuo que, después de su padre, había tenido mayor influencia en su vida de inversor.<sup>17</sup> ¿De qué forma, pues, puede Buffett reconciliar su deuda intelectual con Graham, con las compras de valores como American Express (1964), The Washington Post Company (1973), GEICO (1978), Capital Cities/ABC (1986), The Coca-Cola Company (1988) y Wells Fargo & Company (1990)? Ninguna de estas empresas pasaron la estricta comprobación financiera de Graham para la compra, y sin embargo Buffett hizo importantes inversiones en todas ellas.

En sus primeras compras, Buffett exhibió una dedicación incuestionable al enfoque de Graham. Buscando empresas que se vendieran por menos de su patrimonio neto, Buffett adquirió una empresa de antracita, una empresa de tranvías y una empresa de molinos de viento. Buffett pronto empezó a darse cuenta de que unos cuantos valores de los que había adquirido utilizando las estrictas directrices cuantitativas de Graham, se estaban convirtiendo en inversiones no rentables. Mientras trabajaba en Graham-Newman, la investigación de Buffett le llevó a buscar más a fondo en los informes

16. Andrew Kilpatrick, *Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street* (Nueva York: Donald I. Fine, 1992), 38.

17. Robert Lenzner, «Warren Buffett's Idea of Heaven: I Don't Have to Work with People I Don't Like», *Forbes*, 18 de octubre de 1993, 43.

financieros de las empresas, con la esperanza de entender lo que hacía que el precio de los valores de una empresa languideciera. Lo que Buffett descubrió es que varias empresas que él había adquirido a un precio barato (y que por lo tanto habían pasado el test de compra de Graham) eran baratas porque sus negocios subyacentes estaban sufriendo.

Ya en 1965, Buffett empezó a darse cuenta de que la estrategia de Graham de comprar valores baratos no era la ideal.<sup>18</sup> Según Buffett, el enfoque de valor de Graham era comprar un valor tan bajo de precio que algún «hipo» del negocio de la empresa permitiera que los inversores vendieran sus acciones a precios más altos. Buffett llamaba a esta estrategia el enfoque a la inversión de la «colilla de puro». Paseando por la calle, un inversor se da cuenta de que en el suelo hay una colilla de habano y la recoge para darle una última chupada. A pesar de que es una forma de fumar asquerosa, su precio de ganga lo hace aún más deseable. Para que la estrategia de Graham funcione de una forma consistente, argumenta Buffett, alguien debe desempeñar el papel de un liquidador. Si no es un liquidador, entonces algún otro inversor tiene que tener ganas de adquirir acciones de su empresa, obligando a que suba el precio de los valores.

Como Buffett explicaba, si ustedes pagan 8 millones de dólares por una empresa cuyos bienes valen 10 millones, obtendrán un estupendo beneficio si estos bienes se venden oportunamente. Sin embargo, si la economía subyacente del negocio es mala y se tarda diez años en vender el negocio, su rendimiento total es probable que se encuentre por debajo del promedio. «El tiempo es el amigo de los negocios maravillosos», aprendió Buffett, «y el enemigo de los mediocres»,<sup>19</sup> a menos que pudiera facilitar la liquidación de sus empresas –las que se estaban comportando de una forma mediocre– y beneficiarse de la diferencia entre su precio de compra y el valor de mercado de los activos de una empresa, su actuación sería la misma que la de la pobre economía de los negocios subyacentes.

A partir de sus primeros errores de inversión, Buffett empezó a apartarse de las estrictas enseñanzas de Graham. «Evolucioné», admitió, «pero no pasé de simio a humano o de humano a simio.»<sup>20</sup> Estaba comenzando a apreciar la naturaleza cualitativa de ciertas empresas, comparada con los aspectos cuantitativos de otras, pero todavía seguía buscando gangas. «Mi castigo», confesó, «fue una educación en la economía de los fabricantes de granjas integradas (Dempster Mill Manufacturing), grandes almacenes de tercer orden (Hochschild-Kohn), y fabricantes textiles de Nueva Inglaterra (Berkshire Hathaway).»<sup>21</sup> Buffett, intentando explicar este dilema citó a Keynes: «La dificultad no reside en las nuevas ideas sino en escaparse de las viejas». La evolución de

---

18. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1989, 21.

19. *Ibid.*

20. L. J. Davis, «Buffett Takes Stock», *The New York Times Magazine*, 1 de abril de 1990, 61.

21. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1987, 15.

Buffett, él mismo admitió, se retrasó porque lo que Graham le enseñó era muy valioso para él.

Incluso hoy en día, Buffett sigue abrazando la idea primaria de Graham, la teoría del margen de seguridad. «Cuarenta y dos años después de leer eso», dijo Buffett, «sigo pensado que esas tres palabras son las correctas». <sup>22</sup> Lo que Buffett aprendió de Graham fue que las inversiones de éxito implican la adquisición de valores cuando el precio de mercado de los mismos era mucho menor que el valor del negocio subyacente.

En 1984, hablando ante estudiantes de la Universidad de Columbia para celebrar el cincuenta aniversario de *Security analysis*, Buffett explicó que hay un grupo de inversores de éxito que reconocen a Ben Graham como su patriarca intelectual común.<sup>23</sup> Graham proporcionó la teoría del margen de seguridad, pero cada estudiante, dijo Buffett, ha desarrollado formas diferentes de aplicar esta teoría para determinar el valor de una empresa. Sin embargo, el tema común es que todos están buscando alguna discrepancia entre el valor de una empresa y el precio de los títulos de esa empresa. Los individuos que se sienten confundidos por las recientes compras de Buffett no consiguen separar la teoría de la metodología. Buffett sigue claramente la teoría del margen de seguridad de Graham, pero se ha ido apartando resueltamente de su metodología. Según Buffett, la última vez en que fue fácil aprovecharse de la metodología de Graham fue en 1973-1974.

Ya en 1969, Buffett estaba estudiando los escritos de Fisher, pero fue Charlie Munger el mayor responsable de hacer que Buffett se pasara al modo de pensar de Fisher. Charlie, en un sentido, era la personificación de las teorías cualitativas de Fisher; tenía una aguda apreciación del valor de un negocio. Tanto See's Candy Shops como el *Buffalo News* eran ejemplos tangibles de buenos negocios que se encuentran a precios razonables. Charlie educó a Buffett en la sabiduría de pagar un precio alto por un buen negocio.

Ben Graham, el académico de la costa Este, representa el enfoque cuantitativo de bajo riesgo en la inversión. Fisher, el empresario de la costa Oeste, representa el enfoque cualitativo de un mayor riesgo en la inversión. Es interesante que Buffett, que ha combinado los atributos cuantitativos de Graham con los cualitativos de Fisher, se haya establecido en Nebraska, a mitad de camino de ambas costas.

Buffett aprendió de Fisher que importa mucho la clase de negocios que se adquieren. También aprendió que la dirección puede afectar al valor del negocio subyacente, y por lo tanto también es necesario estudiar los atributos de la dirección. Fisher aconsejaba que, a fin de estar completamente informado sobre un negocio, un inversor debía investigar todos los aspectos de la empresa y de sus competidores. A lo largo de los años, Buffett ha desarro-

22. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1990, 17.

23. Warren Buffett «The Superinvestors of Graham-and-Doddsville», *Hermes*, otoño de 1984.

llado una amplia red de contactos que le ayudan a evaluar los diferentes negocios.

Por último, Fisher le enseñó a Buffett a no exagerar la diversificación. Según Fisher, a los inversores se les ha guiado mal, haciéndoles creer que el no poner todos sus huevos en el mismo cesto reduce el riesgo. La desventaja de comprar demasiados valores es que se hace imposible vigilar todos los huevos en los diferentes cestos. Los inversores corren el riesgo de poner demasiado poco en una empresa con la que están más familiarizados, y demasiado en una empresa con la que no están familiarizados. Según Fisher, comprar una empresa sin comprender el negocio a fondo, puede ser más arriesgado que el tener una diversificación limitada.

Graham no pensaba en los negocios, tampoco ponderaba las capacidades de la dirección. Limitaba su investigación a los informes anuales. Si existía una probabilidad matemática de hacer dinero porque el precio de la acción era menor que los activos de la empresa, Graham compraba la empresa, sin tener en cuenta para nada su negocio o su dirección. A fin de aumentar las probabilidades de éxito, Graham decidió adquirir tantas de estas ecuaciones estadísticas como le fuera posible. Esta forma de pensar es el polo opuesto a la de Fisher. Si las enseñanzas de Graham se limitaran a estos preceptos, Buffett hubiera sentido poca consideración por él, pero la teoría del margen de seguridad que Graham enfatizó es tan importante para Buffett que todas las demás debilidades de la metodología de Graham pueden ser dejadas de lado.

Además de la teoría del margen de seguridad, que se convirtió en el marco intelectual del pensamiento de Buffett, Graham ayudó a que Buffett apreciara la locura de seguir las fluctuaciones de la bolsa. Los valores tienen una característica de inversión y una característica especulativa, le enseñó Graham a Buffett. El margen de seguridad ayuda a explicar la característica de inversión de un valor. Las características especulativas de un valor son una consecuencia del miedo y la codicia de la gente. Estas emociones, presentes en la mayoría de inversores, hacen que los precios de los valores giren muy por encima y por debajo del valor intrínseco de una empresa. Graham le enseñó a Buffett que si podía aislarse de remolinos emocionales de la bolsa, tendría la oportunidad de explotar el comportamiento irracional de otros inversores, que compraban valores basándose en las emociones y no en la lógica. Buffett aprendió de Graham a pensar de forma independiente. Si has llegado a una conclusión lógica basada en un juicio sólido, le aconsejó Graham a Buffett, no permitas ser disuadido sólo porque otros pueden no estar de acuerdo. «Uno no tiene razón ni está equivocado porque la gente no esté de acuerdo contigo», escribió Graham. «Uno tiene razón porque sus datos y su razonamiento son correctos».<sup>24</sup>

---

24. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*, 4<sup>a</sup> ed. (Nueva York: Harper & Row, 1973), 287.

La dedicación de Buffett tanto a Graham como a Fisher es comprensible. Graham le dio a Buffett la base intelectual para invertir, el margen de seguridad y le ayudó a aprender a dominar sus emociones para que pudiera aprovecharse de las fluctuaciones del mercado. Fisher le proporcionó a Buffett una metodología actualizada y practicable que le permitió identificar unas buenas inversiones a largo plazo. La confusión que frecuentemente envuelve las acciones de inversión de Buffett es fácilmente comprensible cuando la gente reconoce que Buffett es la síntesis de ambas filosofías, la de Graham y la de Fisher.

Descartes escribió: «No es suficiente con tener una buena inteligencia, lo principal es aplicarla bien». Es la aplicación lo que separa a Buffett de otros gestores de inversiones. Una gran cantidad de sus colegas son extremadamente inteligentes, disciplinados y dedicados. Buffett está por encima de ellos a causa de su formidable capacidad para poner en práctica sus estrategias.

# 3

## El Sr. Mercado y los lemmings

Cuando Warren Buffett inició su sociedad de inversiones en 1956, su padre le aconsejó que esperara antes de hacer ninguna compra. A 200, el Dow Jones de valores industriales era demasiado alto, le dijo. Buffett, que había empezado con 100 dólares se imagina que, si hubiera escuchado a su padre, eso es todo lo que tendría hoy. En lugar de ello, y a pesar del nivel del mercado general, empezó a invertir los fondos de la sociedad. Incluso a esa edad tan temprana, se dio cuenta rápidamente de la diferencia que había entre comprar valores individuales y especular sobre la dirección del mercado general. Mientras que comprar empresas exige ciertas habilidades contables y matemáticas, manejar las fluctuaciones del mercado exige que los inversores dominen sus emociones. Durante toda su carrera inversora, Buffett ha sido capaz de apartarse de las fuerzas emocionales de la bolsa.

### La bolsa

A pesar de los programas de ordenadores y de las cajas negras, sigue siendo la gente la que hace a los mercados. Como las emociones son más fuertes que la razón, el miedo y la codicia mueven los precios por encima y por debajo del valor intrínseco de una empresa. El sentimiento de los inversores tiene un impacto más pronunciado sobre los precios de los valores que lo fundamental de una empresa. Cuando la gente es codiciosa o está asustada, dice Buffett, acostumbra a comprar o vender valores a precios estúpidos. Buffett se dio cuenta muy pronto de que el valor a largo plazo de sus valores estaba determinado por el progreso económico del negocio y no por las cotizaciones diarias del mercado. Dijo que a la larga, los precios de las acciones ordinarias tienen una notable relación con el valor económico subyacente del negocio. A medida que el valor económico de un negocio aumenta con el tiempo, también lo hará el precio de las acciones del negocio. Si por el contrario, la empresa da un traspié, el precio de los valores lo reflejará. Buffett aprendió, por supuesto, que durante períodos más cortos el precio de los

valores se moverá hacia arriba o hacia abajo de su valor de negocio, dependiendo más de las emociones que de la economía.

### ***El Temperamento de un Inversor***

Ben Graham le enseñó a Buffett que la diferencia básica entre inversores y especuladores reside en sus actitudes hacia la determinación de los precios de los valores. El especulador, dijo Graham, intenta anticiparse y beneficiarse de los cambios de precio. Por el contrario, el inversor sólo busca adquirir empresas a precios razonables. Graham le dijo a Buffett que el inversor de éxito acostumbra a ser el individuo que ha conseguido un cierto temperamento. Graham pensaba que el peor enemigo de un inversor no era la bolsa sino el propio inversor. A pesar de tener habilidades superiores en matemáticas, finanzas y contabilidad, los individuos que no podían dominar sus emociones estaban mal preparados para beneficiarse del proceso inversorista. Graham ayudó a sus estudiantes a reconocer la locura de las fluctuaciones de la bolsa, compartiendo una alegoría que tituló «El Sr. Mercado». Buffett, en el informe anual de Berkshire de 1987, compartió la historia de Graham con sus accionistas.

Para comprender la irracionalidad de los precios de los valores, imagínense que ustedes y el Sr. Mercado son socios en un negocio privado. Cada día sin falta, el Sr. Mercado cotiza un precio al que está dispuesto a comprar sus valores o bien a venderles los suyos. El negocio que ambos poseen es afortunado y posee una características económicas estables, pero las cotizaciones del Sr. Mercado no lo son en absoluto. Porque verán ustedes, el Sr. Mercado es emocionalmente inestable. Algunos días, el Sr. Mercado está contento y sólo ve un futuro mejor. En estos días, él pide un precio muy alto por las acciones del negocio. En otras ocasiones, el Sr. Mercado está desanimado y, como sólo ve problemas en el futuro, ofrece un precio muy bajo por sus acciones del negocio.

El Sr. Mercado tiene otras características cautivadoras, dijo Graham. No le importa que le rechacen o le desairen. Si las cotizaciones del Sr. Mercado son ignoradas, volverá mañana de nuevo con una nueva cotización. Graham advirtió a sus estudiantes que lo que es útil es el billetero del Sr. Mercado, no su sabiduría. Si el Sr. Mercado se presenta de un humor absurdo pueden ustedes ignorarlo o aprovecharse de él, pero será desastroso si caen ustedes bajo su influencia.

Buffett recordó a sus accionistas que para tener éxito se necesita tener un buen criterio empresarial y la habilidad y la capacidad de protegerse uno mismo de los torbellinos emocionales que el Sr. Mercado ocasiona. Buffett confesó que, para aislarse de las tonterías del mercado, pensaba a menudo en la alegoría de Graham.

### **Los pronósticos**

Graham decía: «Cuanto más se aleja uno de Wall Street, más escepticismo encontrará respecto a las pretensiones de los pronósticos o la oportunidad sobre la bolsa.»<sup>1</sup> Como sea que Omaha está a una buena distancia de Nueva York, no es sorprendente que Buffett conceda una credibilidad cero a las predicciones del mercado. Buffett no puede predecir los movimientos del mercado a corto plazo y no cree que nadie pueda hacerlo. Hace mucho tiempo que «piensa que el único valor de los pronosticadores de valores es hacer que parezca que los adivinos lo hacen bien.»<sup>2</sup>

En 1992, Buffett reconoce que se salió de su papel y predijo que durante la década de los noventa, no era probable que el índice S&P 500 tuviera rendimientos similares a los rendimientos elevados que había conseguido en los ochenta. La predicción, sin embargo, tenía poco que ver con los pronósticos. Durante los años ochenta, los rendimientos del capital sí que aumentaron ligeramente por encima de su tendencia histórica. Este incremento se atribuyó a unos impuestos más bajos y a unos incrementos espectaculares en apalancamiento. Ni los márgenes de explotación ni el coeficiente de rotación de los activos –unos indicadores más veraces del valor subyacente– mostraron un gran cambio durante este período. Por supuesto, la bolsa puede soportar largos períodos de sobre e infravaloración, como sucedió durante los ochenta, pero los valores no pueden seguir comportándose mejor que lo fundamental de sus negocios de manera indefinida.

Los niveles del mercado no consiguieron que Buffett dejara de comprar. A pesar de que los altos precios del mercado en general pueden disminuir el número de gangas atractivas, no impedirán que Buffett adquiera una empresa que encuentre atractiva. Sin embargo, cuando los precios del mercado son bajos y el pesimismo es alto, aumenta el número de negocios atractivos. En 1979, Buffett escribió un artículo titulado «Usted Paga un Precio Muy Alto en Bolsa a Cambio de un Alegre Consenso».<sup>3</sup> En ese momento, el Dow Jones de valores industriales estaba ligeramente por debajo del valor contable y los valores rendían, por término medio, un 13 % sobre el capital. Las tasas de interés de los bonos fluctuaban entre el 9 % y el 10 %. Sin embargo, muchos gestores de fondos de pensiones compraban bonos en lugar de acciones. Comparen esta situación con las actitudes de los inversores en 1972, cuando las acciones rindieron un 11 % sobre el capital y el Dow Jones de valores industriales negociaba al 168 % del valor contable. Durante este período, manifestó Buffett, los gestores de fondos de pensiones se pasaron a las acciones, vendiendo bonos.

1. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*, 4<sup>a</sup> ed. (Nueva York: Harper & Row, 1973), 96.

2. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1992, 6.

3. Warren Buffett, «You Pay a Very High Price in the Stock Market for a Cheery Consensus», *Forbes*, 6 de agosto de 1979, 25-26.

¿Cuál fue la diferencia entre 1972 y 1979? Una posible explicación que Buffett ofreció es que en 1979 los gestores pensaron que mientras el futuro inmediato no estuviera claro, era mejor evitar adquirir compromisos en acciones. Tal mentalidad, dijo Buffett, debe reconocer lo siguiente: Primero, «El futuro nunca está claro» y segundo, «Se paga un precio muy alto por un consenso alegre».⁴

Buffett no se anticipaba a los períodos en que el mercado era probable que subiera o bajara. Sus objetivos eran más bien modestos. «Sencillamente intentamos», explicó, «ser temerosos cuando los demás son codiciosos y codiciosos sólo cuando los demás tienen miedo».⁵ Por supuesto, como Buffett señaló, recoger la opinión de los demás no sustituye al pensamiento. Para obtener unos grandes beneficios se exige que los individuos evalúen cuidadosamente los principios fundamentales de la economía de una empresa. Adoptar el último estilo o moda inversionista no puede garantizar el éxito.

### *Seguro de Cartera*

Durante los años ochenta, los gestores fueron seducidos por una estrategia de inversión denominada «seguro de cartera», en el que una cartera se vuelve a equilibrar constantemente entre activos con riesgo y sin riesgo, para que su valor no caiga más abajo de un nivel mínimo prescrito. A medida que disminuye el valor de una cartera, los fondos pasan de los activos arriesgados (acciones) a los activos sin riesgo (bonos o dinero). A medida que sube el valor de una cartera, por el contrario, los fondos pasan de los activos sin riesgo a activos con más riesgo. A causa de la dificultad de traspasar millones de dólares en acciones individuales, los gestores se pasaron a los futuros sobre índices como un medio de asegurar sus carteras.

Buffett estaba preocupado por si los inversores novatos fueran seducidos por la compra de contratos de futuros con la esperanza de recoger grandes ganancias. El bajo margen de exigencias asociadas con los contratos de futuros, decía, invitaría también a los jugadores a buscar beneficios rápidos. Esta mentalidad a corto plazo, decía, es el motivo de que los promotores de acciones con valor inferior a un dólar, el juego en los casinos y los billetes de lotería no tengan nunca una escasez de compradores. Buffett decía que, por el bien de la salud general de los mercados bursátiles, lo que se necesitaba eran inversores a largo plazo que buscasen unas perspectivas a largo plazo e invertiesen de acuerdo con esto.

Para apreciar lo absurdo del seguro de cartera, Buffett les pide a sus lectores que consideren la lógica de un terrateniente que, después de comprar una granja, da instrucciones a su agente inmobiliario para que empiece a

---

4. *Ibid.*

5. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1986, 16.

vender parcelas en el momento en que una granja vecina se venda a un precio más bajo. O si un fondo de pensiones, que posee acciones en General Electric o Ford Motor, es lógico cuando vende partes de sus inversiones sólo porque el último precio cotizado por las acciones era un punto más bajo o que compra acciones porque han subido un punto.

Comentarios recientes sugieren que los individuos se encuentran en desventaja cuando se les fuerza a competir contra grandes cuentas institucionales. Esta conclusión, dice Buffett, es errónea. Los individuos pueden beneficiarse fácilmente del comportamiento errático e ilógico de los inversores institucionales siempre que se atengan a los sencillos fundamentos del negocio. Según Buffett, los individuos están únicamente en desventaja cuando se ven obligados a vender en momentos desfavorables. Buffett opina que los inversores deben estar financieramente y psicológicamente preparados para tratar con la volatilidad del mercado. Los inversores han de esperar que sus acciones ordinarias fluctúen. Buffett cree que, a menos que ustedes puedan contemplar cómo sus acciones bajan un 50 % sin dejarse llevar por el pánico, no deberían ustedes estar en bolsa.

### *A contrapelo*

Buffett se ha ganado la reputación de inversor astuto gracias a su habilidad para comprar un buen negocio cuando la mayoría de Wall Street o bien odia o siente indiferencia hacia ese negocio. Cuando Buffett compró valores de General Foods y Coca-Cola en los ochenta, la mayoría de Wall Street no pudo encontrar nada excitante respecto a estas adquisiciones. Se pensaba que General Foods era una aburrida empresa de alimentación, y Coca-Cola tenía la reputación de ser una sociedad institucional de cartera segura, conservadora pero nada atractiva. Después de que Buffett adquiriera acciones de General Foods, los rendimientos se multiplicaron cuando la deflación de los bienes de consumo redujo los costes y los consumidores aumentaron su gasto. Cuando Philip Morris adquirió General Foods en 1985, la inversión de Buffett se había triplicado. Desde que Berkshire adquirió Coca-Cola en 1988-1989, el precio de los valores se ha cuadruplicado.

En otros casos, Buffett ha demostrado que no tenía miedo de hacer compras sustanciales incluso durante períodos de pánico financiero. Buffett adquirió The Washington Post Company en el punto álgido del mercado bajista de 1973-1974. Adquirió la GEICO Corporation cuando se encontraba al borde de la bancarrota. Adquirió una gran parte de los bonos del Washington Public Power Supply Systems después de que la empresa quebrara. También adquirió buena parte de los bonos de alto rendimiento a finales de 1989, cuando el mercado de los bonos basura inició una caída libre. «La causa más habitual de los precios bajos», dijo, «es el pesimismo; a veces penetrante, a veces específico hacia una empresa o sector. Queremos hacer negocios en un ambiente de esta clase, no porque nos guste el pesimismo sino

porque nos gustan los precios que produce. Es el optimismo lo que es el enemigo del comprador racional».<sup>6</sup>

### ***El Verdadero Valor del Mercado***

Buffett encuentra raro que acostumbren a desagradar a los inversores los mercados que irían mejor a sus intereses, y favorezcan aquellos mercados que les colocan constantemente en desventaja. De una manera inconsciente, a los inversores les desagrada poseer valores cuando los precios bajan y en cambio aprecian aquellos valores cuyos precios están siempre subiendo. Por supuesto, vender a precios más bajos y comprar a precios más altos no es rentable. Cuando Buffett compró Wells Fargo, el precio había bajado un 50 % de su precio más alto. A pesar de que Buffett había adquirido algunas acciones de Wells Fargo a precios más altos, dio la bienvenida al declive de precios como un medio de adquirir las acciones a precios más baratos. Según Buffett, si esperan ustedes seguir adquiriendo valores durante toda su vida, deben dar la bienvenida a los declives de precios como una forma más barata de añadir valores a su cartera. Lógicamente, a un inversor le iría mucho mejor si hubiera un gran mercado bajista durante el período adquisitivo de su vida, y un glorioso mercado al alza poco antes de que pensaran vender. Buffett destaca que los inversores no muestran confusión alguna respecto a los precios de la comida; como saben que van a comprar comida siempre, disfrutan de los precios más bajos y desprecian los aumentos. Según Buffett, mientras se sientan ustedes bien con los negocios que poseen, deberían agradecer la aparición de los precios más bajos como un medio de aumentar de forma rentable sus participaciones.

Buffett está convencido de que, a pesar de que el mercado pueda ignorar temporalmente los principios fundamentales de la economía de una empresa, en última instancia el mercado reconocerá la buena suerte de una empresa. Una noción de esta clase es incómoda para aquellos inversores que no han hecho sus deberes financieros y que dependen de la bolsa como árbitro final. Pero ese es precisamente el motivo de que la gente tenga dificultades para hacer dinero en bolsa. Buffett es capaz de eliminar la dificultad del precio y valor de las acciones porque desecha la idea de que la bolsa sea el árbitro final. «Por lo que a mí respecta», dice, «la bolsa no existe. Está ahí sólo como una referencia para ver si alguien está ofreciendo hacer algo estúpido.»<sup>7</sup> Buffett reconoce que no es ni más rico ni más pobre como consecuencia de las fluctuaciones de precio a corto plazo del mercado, ya que sus valores en cartera son a largo plazo. Mientras la mayoría de individuos no pueden soportar la incomodidad asociada a la bajada de precios de los valores, Buffett no se amilana porque él cree que puede hacer un trabajo mejor

---

6. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1990, 17.

7. Peter Lynch, *One Up on Wall Street* (Nueva York: Penguin Books, 1990), 78.

del que hace el mercado a la hora de evaluar una empresa. Buffett piensa que si uno no puede hacerlo, no debe participar en el juego. Es como el póquer, explica; si ha estado jugando durante un rato y no sabe quién es el primo, es que el primo es usted.

Hace mucho que Buffett se ha dado cuenta de que los preceptos de Graham sobre la bolsa eran correctos. La bolsa no es una guía, sino que simplemente está ahí para servirles a ustedes a la hora de comprar y vender sus intereses. Durante años, Buffett ha sido el propietario de Borsheims, See's Candy Shops y el *Buffalo News* sin depender de las cotizaciones diarias de los precios. Los negocios han funcionado muy bien, independientemente de la bolsa. ¿Porqué tendría que ser diferente en el caso de The Coca-Cola Company, The Washington Post Company, GEICO y Capital Cities/ABC? No se equivoquen, Buffett está muy al tanto de las operaciones de sus acciones así como está al corriente de las operaciones de sus empresas que no cotizan en bolsa. Buffett se centra en las ventas, rendimientos, márgenes de beneficio y exigencias de reinversión de capital de estas empresas. Las cotizaciones públicas de los valores no tienen importancia. Como dice Buffett, no le importaría nada que la bolsa cerrara durante diez años; cierra cada sábado y domingo y eso aún no le ha preocupado en absoluto.

## Economía

Así como Buffett no confía en absoluto en las perspectivas de la oportunidad del mercado, tampoco dedica ningún recurso a juzgar los ciclos económicos. «Si Alan Greenspan, del gobierno federal, me susurrara al oído cuál iba a ser su política monetaria durante los próximos dos años», dice Buffett, «no cambiaría ni una sola cosa de las que hago».⁸ Tanto Buffett como Charlie Munger confiesan que no pierden tiempo contemplando las cifras del desempleo, las tasas de interés o las cotizaciones de divisas. Ninguno de los dos permite que la política interfiera en su proceso de toma de decisiones de inversión. De acuerdo con Buffett, si el resultado de unas elecciones se supiera de antemano, este conocimiento no cambiaría ni un ápice su enfoque de inversiones. Buffett piensa que la economía, al igual que un caballo en una pista de carreras, corre rápido unos días y es lento otros. Tanto Buffett como Munger están más interesados en centrarse en los principios de un negocio, en su dirección y en los precios. Sin embargo Buffett sí que piensa mucho en la inflación, especialmente en la forma en que afecta a los rendimientos de los negocios.

8. Linda Grant, «String Out at Wall Street», *U.S. News & World Report*, 20 de junio de 1994, 58.

### **Inflación**

Buffett sostiene que la inflación es un fenómeno político y no económico. Como sea que no existe, hasta ahora, una moderación permanente en el gasto del gobierno, la constante emisión de dinero empujará aún más alto a la inflación. Buffett admite que no está seguro de cuándo volverá una alta inflación, pero opina que el gasto público hace que la inflación sea inevitable. Es sorprendente, pero Buffett teme menos al déficit presupuestario que al déficit comercial. Como sea que EE UU tiene un sistema económico muy fuerte, Buffett cree que el país puede manejar su déficit presupuestario. El déficit comercial, por otro lado, preocupa a Buffett y forma parte integral de su prejuicio en contra de la alta inflación.

Durante los años ochenta, los norteamericanos consumieron más de un cien por cien de su producción, dice Buffett. En otras palabras, no sólo se consumieron los bienes producidos en EE UU sino que nuestro apetito nos llevó a devorar también productos extranjeros. A cambio de esos bienes extranjeros, emitimos deuda, incluyendo bonos corporativos y del gobierno de los EE UU así como depósitos de los bancos de los EE UU. Esta deuda, entregada a extranjeros, ha estado creciendo a una tasa increíble. Como somos un país rico, este déficit comercial puede pasar desapercibido durante algún tiempo, pero en última instancia ésta será intercambiada por nuestros bienes (campos de golf y hoteles) y por nuestras instalaciones de fabricación.

Buffett reconoce que la forma más fácil de que un país pueda manejar sus déficits es reducir estas reclamaciones por medio de una inflación más alta. Según esto, dice Buffett, la fe que los inversores extranjeros han puesto en la capacidad de EE UU de pagar la deuda en el futuro puede estar mal dirigida. Cuando la deuda que poseen los extranjeros alcancen un nivel ingobernable, la tentación inflacionista puede ser irresistible. Para un país deudor, dice Buffett, la inflación es el equivalente económico a la bomba de hidrógeno. Por este motivo, a pocos países deudores se les permite exportar deuda expresada en su moneda nacional. A causa de la integridad económica de EE UU, los extranjeros están deseosos de comprar nuestras deudas. Buffett termina diciendo, por supuesto, que si utilizamos la inflación para evadir nuestra deuda no serán sólo los tenedores extranjeros los que sufrirán.

Buffett es rápido en señalar que estos factores externos –el déficit presupuestario y el déficit comercial– a causa de su efecto sobre la inflación, «serán los factores más importantes a la hora de determinar si existen algunas verdaderas recompensas procedentes de su inversión en Berkshire Hathaway.<sup>9</sup> Las altas tasas de inflación ponen una pesada carga sobre las empresas a la hora de producir un rendimiento real para sus propietarios. A fin de que los inversores alcancen un rendimiento real, las empresas han de tener unas rentabilidades sobre el capital que sean más altas que el índice de

---

9. Cartas a los Accionistas de Berkshire Hathaway, 1977-1983, 19.

miseria de los inversores: la suma de los impuestos (impuestos sobre dividendos e impuestos sobre las plusvalías) y la inflación.

Los impuestos sobre la renta, dice Buffett, nunca pueden convertir un rendimiento positivo de un negocio en un rendimiento negativo para los propietarios. Incluso si la tasa de impuestos fuera del 90 %, dice, habría un cierto rendimiento real para los propietarios si la tasa de inflación fuera cero. Pero como Buffett presenció a finales de los años setenta cuando la inflación subió considerablemente, los negocios necesitaban obtener una mayor tasa de rendimientos para los propietarios. Para empresas que obtienen un 20 % sobre el capital, lo que –como Buffett señala–, pocas consiguen, operar en un entorno de un 12 % de inflación deja muy poco a los propietarios. Durante un período de tramos impositivos del 50 %, una empresa que rinde el 20 % sobre el capital y distribuye todos estos rendimientos a los propietarios obtendría un rendimiento neto del 10 %. Al 12 % de inflación, los propietarios hubieran obtenido justo el 98 % del poder adquisitivo de su año inicial. En un tramo impositivo del 32 %, con una inflación al 8 %, las empresas que ganan un 12 % sobre el capital, rinden cero a sus propietarios.

La sabiduría tradicional ha asumido durante años que los valores eran el muro perfecto contra la inflación. Los inversores creían que como propietarios, sus empresas podían pasar, de forma natural, el coste de la inflación a los clientes, y preservar de este modo el valor de la inversión del propietario. Buffett no está de acuerdo y señala que la inflación no garantiza a las empresas unos mayores rendimientos sobre el capital. Buffett explica que sólo hay cinco formas de que las empresas aumenten su rentabilidad sobre el capital invertido:<sup>10</sup>

1. Incrementar la rotación del activo (el ratio entre las ventas y los activos).
2. Ampliar los márgenes de explotación.
3. Pagar menos impuestos.
4. Aumentar el apalancamiento (endeudamiento).
5. Utilizar un apalancamiento más barato.

En el primer enfoque se analizan tres clases de activos: cuentas a cobrar, existencias y activos fijos (fábrica y maquinaria). Tal como hace notar Buffett, las cuentas por cobrar aumentarán de forma proporcional al incremento de las ventas, tanto si la subida es un resultado del volumen de unidades o de la inflación. Por lo tanto, dice Buffett, no podemos mejorar el rendimiento del capital desde este ángulo. Las existencias, admite Buffett, no son tan sencillas. Dice que un aumento de ventas puede suponer un aumento de los ratios de rotación de las existencias. Durante períodos más cortos, las exis-

10. Warren Buffett, «How Inflation Swindles the Equity Investor», *Fortune*, 5 de mayo de 1997, 250-267.

tencias pueden ser volátiles debido a muchos factores, incluyendo interrupciones de suministro y cambios en los costes. Las empresas que utilizan los métodos de existencias FIFO (*first-in, first-out*) pueden mejorar el rendimiento del capital durante épocas inflacionarias. Pero como explica Buffett, incluso durante el período de diez años que terminó en 1975, cuando la inflación subía generalmente, los ratios de rotación de los *Fortune 500* aumentaron sólo de 1,18/1 a 1,29/1. La inflación, inicialmente, tendrá una tendencia a aumentar los ratios de rotación cuando se los compare con los activos fijos. Como sea que las ventas subirán antes de que los activos fijos se hayan agotado, son de esperar unos mayores ratios de rotación. Sin embargo, a medida que se vayan reemplazando estos activos fijos, los ratios de rotación se irán ralentizando hasta que la subida de la inflación se equipare a la subida de ventas y activos fijos.

La mayoría de los directivos se imaginan que siempre hay una posibilidad de incrementar los márgenes de explotación. Los márgenes amplios aumentarán los rendimientos del capital. Buffett reconoce que la inflación hace muy poco para ayudar a los directivos a controlar los costes. Los mayores costes, sin impuestos y sin intereses, con que se enfrentan las empresas son la materia prima, la energía y los costes del personal. Durante los períodos inflacionarios estos costes acostumbran a subir mucho. Estadísticamente, Buffett indica que los informes de la Federal Trade Commission identifican un universo de empresas fabricantes que consiguieron unos márgenes sobre las ventas antes de los impuestos de un 8,6 % durante los años sesenta. En 1975, durante un período de creciente inflación, este mismo universo de empresas alcanzó unos márgenes antes de impuestos del 8 %. A pesar de la creciente inflación, los márgenes disminuyeron.

Con respecto a unos impuestos sobre la renta más bajos, Buffett les pide a sus lectores que se imaginen que unos inversores en corporaciones de EE UU poseen valores de Clase D. Los valores de Clase A, B y C son propiedad del gobierno federal, estatal y local, y presentan sus reclamaciones separadas de impuestos. Mientras que los propietarios de la Clase A, B y C no poseen los activos de las corporaciones, sí que obtienen una gran parte de beneficios empresariales. Tal como explica Buffett, los poseedores de las Clases A, B y C pueden votar para aumentar su porcentaje en los beneficios. Es obvio que cuando los poseedores de las Clases A, B y C hacen eso, la parte de los ingresos de los propietarios de la Clase D desciende. Por lo tanto, el rendimiento del capital también lo hace. Buffett pregunta entonces si durante períodos de creciente inflación puede uno asumir que los poseedores de Clase A, B y C votarán para reducir su participación en los ingresos de la empresa.

Una empresa puede incrementar los rendimientos del capital aumentando el apalancamiento o utilizando un apalancamiento más barato (tasas de interés más bajas). Sin embargo, la inflación, dice Buffett, no hará que disminuyan los tipos de interés de los empréstitos. Por el contrario, a medida que aumenta la inflación, las necesidades de capital también aumentan, ha-

ciendo que la demanda de préstamos sea mayor. Además, a medida que sube la inflación, los prestamistas, que desconfían del futuro, exigen una prima por sus fondos. Incluso si los tipos de interés no aumentan de una forma sustancial, explica Buffett, el coste de sustituir la deuda de menor tipo de interés que haya vencido por unos tipos ligeramente más altos, será un gasto para las corporaciones.

Una ironía de los negocios es que aquellas empresas que pueden endeudarse no suelen hacerlo, y aquellas empresas que luchan por seguir siendo rentables están siempre delante de la ventanilla del banquero. A pesar de ello, las corporaciones que prevén unas mayores necesidades de inversión debido a la inflación, tienden a cargarse de deudas. En los casos en que el negocio se ralentiza y aumentan las necesidades de fondos, las empresas pueden continuar funcionando sin acudir a la bolsa en busca de dinero adicional o, en casos más dramáticos, recortando sus dividendos. Aumentar el apalancamiento, si se gestiona adecuadamente, puede aumentar los rendimientos del capital. Sin embargo, como explica Buffett, durante períodos de creciente inflación, los beneficios de un mayor apalancamiento se compensan con los costes de los tipos de interés más altos.

Buffett examinó los históricos rendimientos del capital de la posguerra y sacó la conclusión de que, con el tiempo, estos rendimientos fluctuaron muy poco. Examinando los intervalos de diez años posteriores a la Segunda Guerra Mundial, Buffett se dio cuenta de que los rendimientos de capital del Dow Jones Industrial hicieron un promedio de 12,8 acabando en 1955, un 10,1 % acabando en 1965, y un 10,9 % acabando en 1975. Al analizar los *Fortune 500*, Buffett destacó que los rendimientos de diez años acabando en 1965 fueron del 11,2 % y en 1975 del 11,8 %. Durante el período de treinta años, el rendimiento del capital en la mayoría de empresas norteamericanas dio un promedio de un 10-12 %. Y lo que es más importante, los rendimientos no tienen ninguna correlación con el aumento o el descenso de la inflación. Por lo tanto, Buffett tiene razón al afirmar que las tasas de alta inflación no ayudan a las empresas a conseguir unos mayores rendimientos sobre el capital.

Sabiendo que no se beneficiará de la inflación, Buffett intenta evitar aquellos negocios que pueden ser lesionados por la inflación. Las empresas que exigen grandes cantidades de activos fijos para funcionar, son lesionadas por la inflación; las empresas que exigen poco en activos fijos todavía son, dice Buffett, lesionadas por la inflación pero un poco menos; y aquellas que son las menos lesionadas, son las que tienen una cantidad significativa de fondo de comercio económico.

### Fondo de comercio económico

El fondo de comercio económico no es lo mismo que, el más familiar, fondo de comercio contable. El fondo de comercio contable es algo que perte-

nece al balance; es parte de los cálculos del valor contable. El fondo de comercio económico es algo mayor pero definido de una manera menos precisa y que contribuye al valor intrínseco de una empresa.<sup>11</sup>

La primera lección del fondo de comercio económico, señala Buffett, es que las empresas que generan unos rendimientos de capital por encima de la media valen considerablemente más que la suma de sus activos identificables. Por ejemplo, en 1972, Blue Chip Stamps adquirió See's Candy Shops por 25 millones de dólares. En esa época, See's tenía 8 millones de dólares en activos identificables. Con 8 millones de dólares en activo y sin deudas, See's era capaz de ganar cada año 2 millones de dólares después de impuestos, o sea un 25 % sobre el capital. No era el justo valor de mercado de la fábrica, maquinaria y existencias de See's lo que producía este extraordinario rendimiento, más bien era, nos explica Buffett, la reputación de See's como proveedor de unos buenos dulces y servicio. A causa de esta reputación, See's podía poner a sus dulces un precio superior a sus costes de producción. Esa es la esencia del fondo de comercio económico. Mientras esa reputación permanezca intacta, unos buenos precios continuarán produciendo unos buenos rendimientos y el fondo de comercio económico permanecerá inamovible o puede que incluso aumente.

El fondo de comercio contable, por el contrario, no permanecerá estable; debe disminuir a causa de las prácticas contables. Según los principios contables generalmente aceptados (PCGA), cuando las empresas se adquieren por un importe mayor que el de los activos netos (activos menos pasivos), el valor extra es asignado al balance y se denomina Fondo de comercio. Como los demás activos, este Fondo de comercio se amortiza luego durante un período de cuarenta años. Cada año se reduce una cuarentava parte del valor del Fondo de comercio y se carga contra los ingresos. Como sea que Blue Chip Stamps compró See's por 17 millones de dólares por encima de sus activos tangibles, se estableció una cuenta de Fondo de comercio en el activo del balance de Blue Chip. Cada año se reducía un cuarentavo de este Fondo de Comercio, o sea 425.000 dólares del balance y se cargaba contra los ingresos. A lo largo de los años, por lo tanto, el fondo de comercio contable de See's se ha reducido, pero no así el valor económico, que seguirá creciendo mientras siga prosperando la reputación de See's.

11. Buffett hace una distinción entre *valor contable*, un concepto de contabilidad, y *valor intrínseco*, un concepto económico. El valor intrínseco se averigua estimando los *cash flow* futuros y calculando su valor actual. El valor intrínseco, dice Buffett, tiene mucho más significado pero implica un ejercicio muy subjetivo de estimación del futuro. Este es el motivo de que los informes anuales de Berkshire sigan la pista de la actuación de la empresa a largo plazo anotando el crecimiento en valor contable: es más fácil de calcular, dice Buffett, y evita las opiniones subjetivas. En 1993, el valor contable por acción de Berkshire era de 8.854 dólares por acción; su valor intrínseco es considerablemente mayor, a pesar de que Buffett y Charlie puede que no estén de acuerdo en cuál es en concreto. La diferencia entre el valor contable y el valor intrínseco es el *fondo de comercio económico*.

El fondo de comercio económico, no sólo produce unos rendimientos sobre el capital por encima de la media, sino que su valor tiende a incrementarse con la inflación. Esta apreciación es fundamental para comprender la estrategia de Buffett de inversión-capital. Para ilustrar cómo funciona, Buffett compara las operaciones financieras de See's con una empresa hipotética a la que llamaré Bee's. Como recordarán, See's ganó 2 millones de dólares con 8 millones de activos. Buffett, nos pide que asumamos que Bee's gana los mismos 2 millones de dólares pero que necesita 18 millones de dólares en activos para sus operaciones. Bee's está obteniendo el 11 % sobre el capital y es muy probable que no posea ningún o muy poco Fondo de comercio. Bee's probablemente se vendería por 18 millones de dólares, el valor de sus activos, y no es capaz de generar un rendimiento medio sobre estos activos. Recuerde, las empresas que son capaces de generar rendimiento del capital por encima de la media, reciben con frecuencia un precio de compra mayor que sus activos netos. Buffett pagó 25 millones de dólares por See's, 7 millones de dólares más que el valor de Bee's, a pesar de que los beneficios de estas dos empresas son idénticos y que See's tiene la mitad de activos identificables. Buffett nos pide que consideremos si See's, con menos activos, vale realmente más que Bee's. La respuesta es «sí», dice Buffett, siempre que usted crea que vivimos en un mundo de continua inflación.

Para apreciar el efecto que la inflación tiene sobre estos dos negocios, imagínese qué sucedería si la inflación duplicara los costes. A fin de mantener el mismo nivel de beneficios, ambas empresas necesitarían aumentar los ingresos a 4 millones de dólares. Eso no es difícil, incluso aunque el volumen sea uniforme y los márgenes no cambien. Se pueden duplicar los beneficios si se doblan los precios. La diferencia crucial entre See's y Bee's es el efecto que la inflación produce en los activos. La inflación permite que ambas empresas eleven sus precios, pero también exige unas inversiones adicionales. Buffett se imagina que si se doblan las ventas, habrá que invertir más dólares en existencias para apoyar estas ventas. Los activos fijos pueden responder más lentamente de lo que lo hacen las existencias cuando se ven enfrentados a la inflación, pero en última instancia, la fábrica y la maquinaria serán reemplazadas por equipos de un mayor coste.

Como sea que See's tenía sólo 8 millones de dólares en activos que producían 2 millones de dólares en beneficios, necesitaría comprometer otros 8 millones de dólares en inversiones. Bee's, por otro lado, necesitaría 18 millones de dólares en inversiones para generar 2 millones de dólares adicionales en beneficios. Bee's genera ahora 4 millones de dólares de beneficios con 36 millones de dólares en activos. Aun rindiendo un 11 % sobre el capital, Bee's se vendería por 36 millones de dólares aproximadamente. Por lo tanto, los propietarios de Bee's han creado un dólar de valor de mercado por cada dólar de capital invertido. See's, que ahora genera 4 millones de dólares sobre 16 millones de dólares de capital, es lógico que valga 50 millones de dólares. See's, destaca Buffett, ha ganado 25 millones de dólares en valor de merca-

do, invirtiendo únicamente 8 millones de dólares, o más de tres dólares por cada dólar invertido.

Las empresas con un alto ratio entre los activos fijos y las ventas, acostumbran a tener unos bajos tipos de rendimiento. Estos negocios, por su diseño, exigen amplias reinversiones sólo para el mantenimiento de sus operaciones. Durante períodos de gran inflación, estos negocios de fuertes activos, a duras penas son capaces de generar el suficiente dinero para mantenerse al nivel de sus exigencias de inversiones. Es raro que estas empresas puedan permitirse volver a adquirir sus propios valores o elevar significativamente sus pagos de dividendos a los propietarios. Esencialmente, las empresas que requieren grandes inversiones son usuarias del dinero y no generadoras del mismo.

Buffett mantiene que durante los períodos inflacionarios, un número desproporcionado de empresas fueron capaces de amasar grandes fortunas porque fueron capaces de combinar sus intangibles –fondo de comercio económico– con necesidades menores de inversión. A medida que aumentaban los beneficios sin restricción, la dirección de estos negocios fue capaz de aumentar los dividendos y adquirir de nuevo acciones. «Durante la inflación», insiste Buffett, «el fondo de comercio es el don que sigue rindiendo». <sup>12</sup> Como resulta que Buffett ha sufrido la economía de los malos negocios, es muy sensible respecto a comprar o reinvertir en negocios que producen malos rendimientos. Ser propietario de See's es lo que le enseñó el valor del fondo de comercio económico. «De resultados de las lecciones que aprendimos en See's», dice Buffett, «hemos hecho bastante dinero en ciertos valores». <sup>13</sup>

## La gestión de cartera

Buffett no practica la gestión de cartera, por lo menos no en el sentido tradicional. Los gestores de cartera contemporáneos son conocedores de la ponderación de sus valores, de la diversificación del sector y de la actuación relativa a un gran índice. La mayoría de los gestores intentan equilibrar el valor de sus acciones individuales. También están al tanto de cuánto dinero tienen invertido en diversos sectores, incluyendo materiales básicos, bienes de equipo, artículos de consumo cíclico, artículos de consumo básicos, finanzas, tecnología, energía, servicios públicos y transporte. Hay muy pocos gestores de cartera, si es que existe alguno, que no estén enterados de la actuación de su patrimonio comparado con el S&P 500 y/o con el Dow Jones de valores industriales. Buffett también conoce todas estas estadísticas, pero no gasta mucha energía preocupándose por ellas.

---

12. Cartas a los Accionistas de Berkshire Hathaway, 1977-1983, 81.

13. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1991, 170.

En el informe anual de Berkshire de 1991, Buffett explicó la manera con que enfoca la gestión de la cartera. Si se limitara a seleccionar empresas que tuvieran su base en Omaha, hay que reconocer que primero averiguaría las características a largo plazo de los diversos negocios. En segundo lugar, juzgaría la calidad de la dirección y, finalmente, intentaría adquirir unos cuantos de los mejores negocios a precios razonables. Dice que no estaría interesado en adquirir acciones de cada negocio de la ciudad. Ahora bien, como sea que el universo de empresas que puede seleccionar se extiende mucho más lejos que Omaha, ¿porqué ha de comportarse de forma diferente?

En 1971, los gestores de fondos de pensiones vendían bonos para adquirir valores. Buffett admitía que existían muchas empresas atractivas que estaban en venta pero pocas estaban disponibles a lo que consideraba precios razonables. En 1971, la cartera de acciones de Berkshire estaba valorada en 11,7 millones de dólares. Tres años más tarde, durante el mercado a la baja de 1974, estos mismos gestores de fondos de pensiones estaban invirtiendo sólo el 21 % de sus fondos en valores a precios que eran espectacularmente más baratos. Por otra parte, Buffett estaba incrementando el compromiso de Berkshire con las acciones. En 1975, la cartera de valores de Berkshire estaba valorada en 39 millones de dólares. A finales de 1978, la cartera de valores de Berkshire tenía un valor de mercado de 220 millones de dólares, con una ganancia no realizada de 87 millones de dólares. En estos tres años, mientras el Dow Jones de valores industriales había bajado de 852 a 805, Berkshire tenía ganancias realizadas y no realizadas en acciones de 112 millones de dólares.

The Washington Post Company fue la primera gran compra de acciones de Berkshire. En 1973, Buffett invirtió 10 millones de dólares en la empresa; en 1977, su inversión se había triplicado. The Washington Post Company fue la primera de muchas empresas editoras que Berkshire fue adquiriendo. Buffett también invirtió en agencias de publicidad y empresas de radiodifusión. Durante años, Berkshire poseyó acciones de Interpublic Group y de Ogilvy & Mather International. A finales de los setenta, Buffett poseía tanto de Capital Cities como la American Broadcasting Companies. En 1986, Berkshire sería útil para proporcionar la financiación para la adquisición por Capital Cities de la American Broadcasting Companies.

En 1978, Buffett realiza su mayor inversión hasta la fecha, 23,8 millones de dólares en una empresa denominada SAFECO Corporation. Según Buffett era la empresa de seguros de accidentes mejor gestionada del país, incluso mejor que las que poseía Berkshire. SAFECO, junto con la inversión de Berkshire en GEICO (Government Employees Insurance Company), representaba el 29 % de la cartera de valores de Berkshire. La publicidad, la radiodifusión y las editoriales representaban el 37 % de la cartera de Berkshire. Casi dos tercios de la cartera de Berkshire estaban invertidos en sólo dos grupos industriales: finanzas y productos de consumo cíclico.

En 1980, Berkshire poseía dieciocho empresas. Además de las empresas de publicidad, radiodifusión, seguros y editoriales, Buffett también poseía un banco (National Detroit), una empresa de alimentación (General Foods), compañías mineras (Aluminium Company of America, Kaiser Aluminium & Chemical, Cleveland-Cliffs Iron Company), un detallista (F. W. Woolworth), una empresa de servicios (Pinkerton's) y una tabaquera (R. J. Reynolds). Esta sería la cartera más diversificada de Buffett. Tenía representación en todos los grandes grupos industriales excepto bienes de equipo, energía, tecnología y servicios públicos.

Hasta la fecha, Buffett no ha tenido una empresa de tecnología; admite que sería incapaz de comprender a la empresa lo suficiente para emitir una opinión informada. Además, no ha poseído nunca empresas de servicios públicos; nunca se ha sentido atraído hacia un sector en el que los beneficios están regulados. Buffett sí que invirtió temporalmente en petróleo: Amerada Hess en 1979 y Exxon en 1984. A lo largo de los años, Buffett adquirió algunos valores para arbitraje (ver capítulo 6); Arcata Corporation (1981), Beatrice Companies (1985) y Lear Siegler (1986) fueron posiciones de arbitraje. A pesar de que el potencial de beneficios era pequeño, Buffett utilizó el arbitraje como una forma de aumentar los rendimientos.

En 1986, Berkshire había invertido en cinco posiciones de valores: Capital Cities/ABC, GEICO Corporation, The Washington Post Company, Handy & Harman y Lear Siegler. Tal como ya hemos mencionado, Lear Siegler era una posición de arbitraje y Handy & Harman un fabricante de productos de oro y plata; representaban sólo el 2,4 % de la cartera de Berkshire de 1,9 billones de dólares. Las tres principales posiciones de Buffett—Capital Cities/ABC, GEICO y The Washington Post Company—estaban valoradas en 1,7 billones de dólares y representaban el 93 % de la cartera de valores ordinarios de Berkshire. Ese año, Buffett no pudo encontrar otros valores que pasaran su test para ser un buen negocio, conducido por una dirección capaz y que estuviera disponible a un precio razonable.

Durante el desastre bursátil de octubre de 1987, los precios cayeron momentáneamente a unos niveles atractivos, pero Buffett no pudo añadir ninguna posición significativa a la cartera de Berkshire antes de que los precios volvieran a subir. A fin de año, la cartera de valores de Berkshire alcanzó, por primera vez, más de 2 billones de dólares. Sorprendentemente, Buffett poseía ahora sólo tres empresas: Capital Cities/ABC valía 1 billón de dólares, GEICO, 750 millones de dólares y The Washington Post Company, 323 millones de dólares. Sin duda alguna, ningún otro gestor profesional de cartera con más de 2 billones de capital se limitaba a tres empresas.

En 1988, Buffett adquirió calladamente más de 14 millones de acciones de Coca-Cola. Fue su primera gran compra desde la adquisición de Capital Cities/ABC en 1986. A fin de año, Berkshire había invertido 592 millones de dólares en Coca-Cola. Al año siguiente, Buffett añadió otras 9.177.500 acciones, haciendo que la inversión de Berkshire en Coca-Cola ascendiera a más

de 1 billón de dólares. Fue un movimiento muy atrevido y rentable. A finales de 1989, los beneficios no realizadas de Berkshire en Coca-Cola fueron de 780 millones de dólares.

Durante el período que va de 1989 a 1993, aumentó el número de empresas en la cartera de valores de Berkshire, incluyendo a nueve empresas más a finales de 1993. Coca-Cola era, de lejos, la mayor posesión con 4,1 billones de dólares; representaba el 37 % de la cartera de Berkshire. El segundo lugar lo ocupaba GEICO, valorada en 1,7 billones, seguida por The Gillette Company con 1,4 billones de dólares, Capital Cities/ABC con 1,2 billones, Wells Fargo & Company con 878 millones de dólares, Federal Home Loan Mortgage con 681 millones de dólares, The Washington Post Company con 440 millones de dólares, General Dynamics con 401 millones y Guinness plc con 270 millones de dólares. Las cuatro primeras posiciones representaban el 76 % de la cartera de Berkshire. The Washington Post Company, que una vez había sido la mayor posición, representaba el 3,9 % de la cartera de valores de Berkshire. Por lo que respecta al grupo industrial, la cartera de Berkshire estaba invertida en un 52 % en artículos de consumo, el 29 % en fianzas, el 15 % en productos de consumo cíclico y el 4 % en productos básicos. Para disponer de una visión año por año de la cartera de Berkshire, véase las tablas A.1 a la A.18 en el Apéndice.

A través de esta experiencia, Buffett había aprendido que los buenos negocios permiten que el inversor tome una decisión fácil, pero los negocios duros exigen decisiones difíciles. Si la decisión de comprar un negocio no es fácil, él no sigue adelante con la empresa. La disposición de Buffett a decir «no» tiene su origen en su experiencia directa con Ben Graham. Buffett recuerda lo difícil que fue recomendarle valores a Graham, sólo para ser rechazado la mayoría de las veces. Graham, Buffett lo recuerda, nunca estaba dispuesto a adquirir unos valores a menos que todos los hechos estuvieran a su favor. Esta capacidad para decir «no» es una ventaja tremenda para un inversor.

Gran parte del éxito de Buffett al gestionar la cartera de inversiones de Berkshire puede atribuirse a su inactividad. La mayoría de los inversores no pueden resistir la tentación constante de comprar o vender valores. Cuando Buffett trabajaba en Nueva York, recuerda a «la gente acudiendo (a él) todo el tiempo, susurrándole al oído lo que sabían de algún negocio maravilloso. Yo era un cliente sensacional para los agentes de bolsa», dice Buffett. «El problema era que todos los demás también lo eran»<sup>14</sup>. Según Buffett, los inversores sienten la necesidad de comprar demasiados valores, en lugar de esperar a que llegue esa empresa excepcional. Toquetear una cartera cada día no es aconsejable, dice. En su opinión, es más fácil comprar y quedarse con negocios sobresalientes que ir cambiando constantemente

14. Linda Grant, «The \$4 Billion Regular Guy», *Los Angeles Times*, 7 de Abril de 1991, sección de magazine, 36.

de negocios «que están muy lejos de ser buenos». Buffett no cree tener el talento para comprar y vender, con frecuencia, negocios mediocres que dependen más de los precios futuros del mercado que del progreso de la base económica de la empresa. Está contento de no comprar o vender ni una sola acción de sus mayores participaciones durante todo el año. «El letargo que raya en la holgazanería», dice, «sigue siendo la piedra angular de nuestro estilo inversor».<sup>15</sup>

Según opina Buffett, los inversores están mejor servidos si se concentran en localizar unas cuantas inversiones espectaculares en lugar de ir saltando de una idea mediocre a otra. Él cree que su éxito puede atribuirse a unas cuantas inversiones. Si durante su carrera se eliminaran una docena de las mejores decisiones de Buffett, su actuación inversora no sería mejor que la de la media. Según dice: «Un inversor debería comportarse como si tuviera una tarjeta de decisiones que ha de durarle toda su vida y que sólo tiene veinte casillas. Con cada decisión de inversión, le cancelan una de estas casillas y por lo tanto ya le queda una menos para lo que le queda de vida».<sup>16</sup> Si los inversores pensaran así, Buffett cree que esperarían pacientemente hasta que se presentara una gran oportunidad de inversión.

A causa del impuesto sobre las rentas del capital, Buffett piensa que su estrategia de comprar y mantener tiene una ventaja financiera sobre los enfoques inversores que enfatizan las operaciones a corto plazo. Para explicarlo, nos pide que imaginemos lo que sucedería si hicieramos una inversión de 1 dólar que duplicara su precio cada año. Si vendiéramos la inversión al finalizar el primer año, tendríamos una ganancia neta de 0,66 dólares (asumiendo que nos encontramos en un tramo impositivo del 34 %). Si la inversión siguiera duplicándose cada año, y siguiéramos vendiendo, pagando los impuestos y volviendo a invertir los beneficios, al cabo de veinte años ganaríamos 25.200 dólares después de haber pagado 13.000 dólares de impuestos. Si, por otra parte, hubiéramos comprado una inversión de 1 dólar que se duplicara cada año y no se hubiera vendido hasta que hubieran transcurrido veinte años, ganaríamos 692.000 dólares después de haber pagado aproximadamente 356.000 dólares en impuestos.

La experiencia ha enseñado a Buffett que los negocios buenos y bien dirigidos no es frecuente que estén disponibles a precios razonables. Cuando se encuentra con un estupendo negocio que está en venta a un precio atractivo, él adquiere una parte significativa. Su adquisición no se ve disuadida por previsiones económicas pesimistas o por sombrías predicciones bursátiles. Si está convencido de que una inversión es atractiva, él compra valientemente. La lógica de Berkshire para concentrar sus inversiones se explica más a fondo en el informe anual de Berkshire de 1991. En dicho informe Buffett dio a conocer partes de una carta que John Maynard Keynes escribió a un socio de sus ne-

---

15. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1990, 15.

16. Mark Hulbert, «Be a Tiger Not a Hen», *Forbes*, 25 de Mayo de 1992, 298.

gocios, F. C. Scott: «A medida que pasa el tiempo, cada vez estoy más convencido de que el método correcto de invertir es colocar sumas bastante grandes en empresas de las que uno piensa que sabe algo y en cuya dirección cree profundamente. Es un error pensar que uno limita su riesgo repartiendo demasiado entre empresas sobre las que se sabe poco y en las que no tiene motivos especiales para tener una confianza especial... El conocimiento y la experiencia están definitivamente limitados y es raro que existan más de dos o tres empresas en un momento dado en las que yo me sienta personalmente calificado para poner en ellas toda mi confianza».<sup>17</sup>

Además de en Keynes, la legitimidad de Buffett para limitar el número de valores en la cartera de Berkshire, se encuentra en las enseñanzas de Philip Fisher. Éste, al igual que Keynes, pensaba que demasiados valores aumentaban el carácter arriesgado de la cartera. Un gestor de cartera obligado a analizar y a hacer el seguimiento de un gran número de valores, corre el riesgo de poner demasiado dinero en malas inversiones y no el suficiente en las inversiones espectaculares. La alta concentración de Berkshire en sólo unas pocas empresas sería inapropiada para la mayoría de empresas de seguros. La política de concentración de Buffett tiene la probabilidad de producir unos resultados a largo plazo por encima de la media. En cualquier año, por supuesto, tiene el potencial de parecer increíblemente inteligente o tonto, según los caprichos de la bolsa.

Buffett se siente notablemente despreocupado respecto a la actuación de los precios de sus valores comparada con la del índice de la bolsa. Él juzga el éxito de sus valores por su actuación funcional, no por sus temperamentales cotizaciones de precio a corto plazo (diarias, semanales, mensuales o anuales). A largo plazo (años), sabe que si el comportamiento funcional de su negocio es superior, el mercado, en algún momento, valorará más alto sus acciones.

## **Los beneficios transparentes**

Así como Buffett dedica poca atención a las cotizaciones, tampoco está terriblemente preocupado por los beneficios contables. No pierde el sueño por el hecho de que las reglas contables respecto a cómo debe informarse sobre los beneficios crean, de hecho, una falsa lectura de Berkshire Hathaway.

El porcentaje de acciones con derecho a voto que se posee determina cuál de los tres métodos contables puede utilizar un inversor para informar de los beneficios. Si usted, el inversor, posee más del 50 % de las acciones con derecho a voto de una empresa, las normas contables dicen que puede usted consolidar completamente todos los ingresos y gastos y deducir, en interés

17. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1991, 15.

de la minoría, el porcentaje de beneficios que no posee. En la segunda categoría, la posesión de entre el 20 y el 50 % de las acciones con derecho a voto de una empresa conduce a ciertas presunciones sobre el hecho de que un inversor puede influir en las operaciones de la empresa. A causa de esta capacidad, la propiedad se valora en porcentaje. No todos los beneficios están consolidados; sólo se incluye la parte de su porcentaje de los beneficios. En la tercera categoría, menos del 20 % de las acciones con derecho a voto, usted incluye únicamente la parte proporcional de los dividendos (si es que hay alguno) en sus propios beneficios de los que se informe. Los beneficios no distribuidos o retenidos de la empresa no están incluidos. Todos los valores de Berkshire Hathaway entran en esta tercera categoría.<sup>18</sup>

Debido a las normas contables, la gran inversión de Berkshire en valores tiene un efecto poco importante sobre sus beneficios corporativos. En la actualidad, la parte de los beneficios no distribuidos de Berkshire procedente de sus inversiones en valores es casi tan grande como los beneficios conjuntos de todas sus filiales agrupadas. Por ejemplo, en 1990, Berkshire poseía el 18 % de Capital Cities/ABC. En ese año, Capital Cities/ABC ganó 465 millones de dólares. A pesar de que Berkshire poseía 83 millones de dólares en beneficios (el 18 % de 465 millones de dólares), sólo pudo informar de 530.000 dólares en ingresos por dividendos: el 18 % de los dividendos de Capital Cities menos 70.000 dólares en impuestos pagados. Berkshire no pudo informar de los 82 millones de dólares que se quedaron en Capital Cities/ABC como reservas.

Esta restricción contable sería inaceptable para la mayoría de gestores de fondos, que se sienten obligados a informar de todos sus beneficios. La estrategia de Buffett, por el contrario, no tiene nada que ver con incrementar al máximos los beneficios de los que se informa. La economía subyacente de los negocios no controlados de Berkshire es excelente, y Buffett fue capaz de obtener una propiedad parcial de estos negocios a precios mucho más razonables que si hubiera intentado adquirir toda la empresa. Prefiere poseer un 10 % de una empresa bien gestionada a un precio de 1X dólares por acción que poseer el 100 por cien de la misma empresa a 2X dólares la acción. Si se piensa en una inversión de igual precio, Buffett prefiere poseer 2 dólares de beneficio que no son imputables a Berkshire que adquirir 1 dólar de beneficios que sea declarable. El valor para Berkshire Hathaway no viene determinado por si puede o no declarar los beneficios retenidos de una empresa. El valor definitivo para Berkshire depende de la forma en que se vuelven a in-

18. A pesar de que Berkshire Hathaway posee el 48 % de GEICO Corporation, la autoridad supervisora de seguros le ordenó a Buffett que mantuviera un acuerdo independiente de poderes para los votos de las acciones de GEICO. Además, la orden, que es de la misma fecha de la compra, prohíbe a Berkshire que intente cambiar este poder independiente. Como sea que Berkshire no tiene derechos de voto, no tiene influencia sobre GEICO. En consecuencia, las normas de contabilidad mandan que la inversión en GEICO debe ser tratada como si fuera de menos del 20 % de propiedad.

vertir los beneficios retenidos y lo que esa reinversión repercute en beneficios futuros. La forma en que se declaran los beneficios es menos importante que la forma en que se utilizan. «No nos importa si los auditores oyen caer un árbol; nos preocupa quién es el propietario del árbol y lo que hace luego con él».<sup>19</sup>

Para ayudar a los propietarios a apreciar el valor de los beneficios «no declarados» de los valores de Berkshire Hathaway, Buffett acuñó el término de beneficios «transparentes». Los beneficios transparentes de Berkshire Hathaway están formados por los beneficios de explotación de sus negocios consolidados (incluyendo los dividendos procedentes de las inversiones en valores), los beneficios retenidos de sus inversiones en valores, y una asignación para el impuesto que Berkshire hubiera tenido que pagar si los beneficios retenidos se hubieran pagado realmente. Cada año, Buffett incluye una tabla para ayudar a los accionistas a comprender lo que la contribución de los beneficios transparentes representa para Berkshire Hathaway.

En 1991 (tabla 3.1), la parte de Berkshire de los beneficios retenidos procedentes de «las inversiones» (empresas en las que Berkshire poseía valores) era de 230 millones de dólares. Restando las deudas por impuestos si esos beneficios se pagaran, los restantes beneficios no declarados fueron de 200 millones de dólares. Si se suman los 200 millones de dólares de beneficios no declarados a los 316 millones de dólares de los beneficios de explotación de Berkshire, el total de beneficios transparentes de 1991 era de 516 millones de dólares. Buffett indica que el 44 % de los beneficios de Berkshire de ese año fueron beneficios «iceberg» –es decir que sólo una parte aparece en la superficie. En 1993 (tabla 3.1), la parte de Berkshire de los beneficios retenidos procedentes de las inversiones era de 378 millones de dólares. El total de los beneficios transparentes de Berkshire, en 1993, fue de 856 millones de dólares. En ese año, el 44 % de los beneficios de Berkshire eran beneficios «iceberg».

El objetivo a largo plazo de Buffett para Berkshire Hathaway es hacer que su valor intrínseco aumente, de promedio, un 15 % anual. Él cree que si los beneficios transparentes aumentan un 15 % anual, los negocios de Berkshire aumentarán de la misma forma. En realidad, Buffett ha calculado que, desde 1965, los beneficios transparentes de Berkshire han crecido a casi un 23 % anual al igual que su ganancia en valor contable.

## **Los lemmings\***

Los lemmings son pequeños roedores originarios de la tundra, conocidos por su éxodo masivo hacia el mar. En períodos normales, los lemmings se

19. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1990, 7.

\* También conocidos como ratones de Noruega

		Parte de beneficios de explotación no distribuidos de Berkshire (en millones)				
		1993	1992	1991	1990	1989
<b>Las mayores inversiones de Berkshire</b>						
Capital Cities/ABC, Inc.	13,0 %	18,2 %	18,1 %	\$83 <sup>b</sup>	\$70	\$61
The Coca-Cola Company	7,2 %	7,1 %	7,0 %	94	82	69
Federal Home Loan Morg. Corp.	6,8 %	8,2 % <sup>a</sup>	3,4 % <sup>c</sup>	41 <sup>b</sup>	29 <sup>b</sup>	15
GEICO Corp.	48,4 %	48,1 %	48,2 %	76	34 <sup>c</sup>	69 <sup>c</sup>
General Dynamics	13,9 %	14,1 %	—	25	11 <sup>b</sup>	—
The Gillette Company	10,9 %	10,9 %	11 %	44	38	23 <sup>b</sup>
Guinness plc	1,9 %	2,0 %	1,6 %	8	7	—
The Washington Post company	14,8 %	14,6 %	14,6 %	15	11	10
Wells Fargo & Company	12,2 %	11,5 %	9,6 %	53 <sup>b</sup>	16 <sup>b</sup>	(17) <sup>b</sup>
La parte de beneficios no distribuidos procedente de las mayores inversiones de Berkshire						
Impuesto hipotético sobre estos beneficios no distribuidos <sup>d</sup>						
Beneficios de explotación declarados de Berkshire						
				\$836	\$604	\$516
Total de beneficios transparentes						
Fuente: Informes anuales de 1992 y 1993 de Berkshire Hathaway.						
<sup>a</sup> Neto del interés minoritario en Wesco.						
<sup>b</sup> Calculado sobre la propiedad media del año.						
<sup>c</sup> Excluye los beneficios realizados del capital, que han sido recurrentes y significativos.						
<sup>d</sup> El tipo impositivo utilizado es del 14 %, que es lo que Berkshire paga sobre los dividendos que recibe.						

Tabla 3.1. «Beneficios transparentes» de Berkshire Hathaway.

**m**ueven durante su migración de primavera en busca de comida y un nuevo refugio. Cada tres o cuatro años, sin embargo, algo raro empieza a suceder. A causa de la alta natalidad y la baja mortalidad, la población de lemmings empieza a aumentar. Tan pronto como sus filas aumentan, los lemmings inicián un movimiento errático en la oscuridad. Muy pronto, este atrevido grupo empieza a moverse a la luz del día. Cuando se ven enfrentados a barreras, el número de lemmings en la manada aumenta hasta que una reacción parecida al pánico les lleva a través o por encima del obstáculo. A medida que este comportamiento se intensifica, los lemmings empiezan a desafiar a otros animales a los que normalmente evitarían. A pesar de que muchos de los lemmings mueren de hambre, por los depredadores y los accidentes, la mayoría alcanzan el mar, donde se lanzan y nadan hasta que mueren exhaustos. El comportamiento de los lemmings no se comprende completamente. Los zoólogos tienen la teoría de que la migración en masa de los lemmings ocurre por culpa de cambios en su comida y/o condiciones de estrés. El motivo de que los lemmings se agolpen y compitan es posible que responda a un cambio hormonal que induce una alteración en su conducta.

Como sea que los mercados financieros se mueven, de forma espectacular, por acciones de tipo tumultuoso, los profesionales de la inversión hace mucho tiempo que están interesados en las teorías psicológicas de la conducta humana. Ben Graham ofreció una historia para ayudar a ilustrar el comportamiento irracional de ciertos inversores. Buffett compartió la analogía de Graham con sus lectores del informe anual de Berkshire de 1985. Un buscador de petróleo, que esperaba recibir su recompensa celestial, fue recibido por San Pedro con malas noticias. «Tienes todas las calificaciones para quedarte aquí», dijo San Pedro, «pero, como puedes ver, el lugar reservado para la gente del petróleo está lleno a rebosar. No hay forma de que podamos meterte allí». Después de pensar durante un momento, el buscador preguntó si podía decir sólo unas palabras a los actuales ocupantes. A San Pedro eso le pareció inofensivo, así que el buscador imitó una bocina con sus manos y gritó: «¡Se acaba de descubrir petróleo en el infierno!» Las puertas del reservado se abrieron inmediatamente y todos los petroleros salieron en busca de las regiones inferiores. San Pedro, impresionado, invitó al buscador a que entrara y se pusiera cómodo. Éste le contestó: «No, creo que me iré con el resto de los chicos. Después de todo, puede que haya algo de cierto en ese rumor».

A Buffett le deja perplejo que con tantos profesionales experimentados y bien educados que trabajan en Wall Street, no exista una fuerza más racional y lógica en el mercado. De hecho, los valores con el mayor porcentaje de propiedad institucional son con frecuencia los más volátiles en cuanto a precios. Los asesores bursátiles no pueden determinar los precios de sus acciones, sólo pueden tener la esperanza de animar a los inversores a actuar de forma racional, divulgando información corporativa. Las oscilaciones salvajes en los precios de las acciones, dice Buffett, tienen más que ver con el com-

portamiento de «tipo lemming» de los inversores institucionales que con los rendimientos globales de la empresa que poseen.

Buffett dice que su estrategia a largo plazo de comprar y mantener se encuentra fuera de sintonía con el pensamiento actual de los gestores institucionales de dinero. La mayoría de los gestores de dinero son rápidos a la hora de reestructurar (comprar o vender) sus carteras, siempre que Wall Street dicta una nueva preferencia. Sus carteras están diversificadas entre los principales grupos industriales, más para protegerse a sí mismos de encontrarse fuera de sintonía con el mercado que como consecuencia de algún sentimiento profundo de que las empresas en esos sectores representan un buen valor. En opinión de Buffett, el término «inversor institucional» se está convirtiendo en un equívoco. Tratar a los gestores de dinero de inversores es, dice, como llamar romántica a una persona que tiene relaciones de una sola noche.

Los críticos argumentan que, a causa de las prácticas estándar de diversificación, los gestores de dinero se comportan de una forma más conservadora que Buffett. Buffett no está de acuerdo. Admite que los gestores de dinero lo invierten de una forma más convencional. Sin embargo, él arguye que convencionalidad no es sinónimo de conservadurismo. Las acciones conservadoras surgen más bien de hechos que de razonamientos. A Buffett no le da confianza que la gente «importante» esté de acuerdo con él. Tampoco la pierde porque éstos no estén de acuerdo con su enfoque inversor. Tanto si actúa de forma convencional como si no, tanto si la gente está de acuerdo como en desacuerdo, Buffett sostiene que él maneja el dinero de una forma conservadora.

Según Buffett el fallo de la mayoría de los gestores de cartera que no superan los índices principales no es un reflejo de inteligencia, sino un síntoma del proceso institucional de toma de decisiones. Según Buffett, la mayoría de decisiones institucionales las toman grupos o comités que poseen un fuerte deseo de conformarse con las, generalmente aceptadas, salvaguardas de cartera. La institución que compensa al gestor de dinero equipara seguridad con la media. El adherirse a las prácticas estándar de diversificación, racionales o irracionales, se recompensa por encima del pensamiento independiente. «La mayoría de gestores», dice Buffett, «tienen muy pocos incentivos para tomar la decisión inteligente-pero-con-una-cierta-possibilidad-de-parecer-un-idiota». Su razón directa pérdida/ganancia es demasiado obvia; si una decisión no convencional funciona bien, reciben una palmeada en la espalda, y si funciona mal, reciben una notificación de despido. El fracasar de una manera convencional es el camino a seguir; puede que como grupo, los lemmings tengan una imagen asquerosa, pero individualmente ningún lemming ha tenido nunca mala prensa».<sup>20</sup>

20. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1984, 14.

# 4

## La compra de una empresa

No existe una diferencia fundamental, según Warren Buffett, entre comprar todo un negocio y comprar acciones de un negocio. Él siempre ha preferido ser propietario directo de una empresa, ya que le permite influir en el tema más crítico para un negocio: la selección de inversiones. En otras circunstancias, su elección sería poseer una parte de una empresa adquiriendo acciones. La desventaja de no controlar un negocio, explica Buffett, queda equilibrada por dos ventajas muy claras: primero, el campo para la selección de los negocios no controlados, el mercado de valores, es más grande y en segundo lugar la bolsa proporciona más oportunidades de encontrar ganancias. En cualquier caso –tanto si se compra un negocio controlado como uno no controlado– Buffett sigue siempre la misma estrategia de inversión: busca empresas a las que entiende, que tienen perspectivas favorables a largo plazo, que son llevadas por gente honesta y competente y, muy importante, que están disponibles a precios atractivos.

«Cuando se invierte», dice, «nos vemos a nosotros mismos como analistas de negocios y no como analistas de mercado, no como analistas macroeconómicos ni siquiera como analistas de inversiones».<sup>1</sup> Esto significa que cuando evalúa una adquisición potencial o la compra de valores, Buffett trabaja primero y por encima de todo desde la perspectiva de un hombre de negocios. Contempla el negocio de una manera global, examinando todos los aspectos cuantitativos y cualitativos de su dirección, su posición financiera y su precio de compra.

Si volvemos atrás en el tiempo y revisamos todas las adquisiciones de Buffett buscando todo lo que es común, es posible descubrir un conjunto de principios o dogmas básicos que guían sus decisiones. Si extraemos estos dogmas y los desplegamos para verlos más de cerca, nos damos cuenta de que se agrupan de forma natural, por sí solos, en cuatro categorías:

1. Dogmas del negocio; tres características básicas del negocio en sí mismo.

1. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1987, 14.

2. Dogmas de gestión; tres cualidades importantes que los directivos deben presentar.
3. Dogmas financieros; cuatro decisiones financieras críticas que la empresa debe mantener.
4. Dogmas de mercado; dos directrices de coste interrelacionadas.

Por supuesto que no todas las adquisiciones de Buffett presentarán todos los dogmas pero, considerados como un grupo, estos dogmas constituyen la parte central de su enfoque de inversión.

Estos doce dogmas también actúan como los principios con los cuales Buffett lleva su propia empresa, Berkshire Hathaway. Buffett hace lo que predica. Las mismas cualidades que busca en el negocio que adquiere, espera verlas, cada día, cuando entra por la puerta principal de su oficina.

### **Los dogmas del negocio**

Para Buffett, los valores son algo abstracto.<sup>2</sup> Él no piensa en términos de teorías de mercado, en conceptos macroeconómicos o en tendencias del sector. En lugar de ello, sus acciones inversoras están únicamente relacionadas con la forma en que funciona un negocio. Cree que si la gente se siente atraída por una inversión a causa de ideas superficiales en lugar de por lo principal de un negocio, es más probable que se asuste a la primera señal de problemas y, con toda probabilidad, perderá dinero en el proceso. En lugar de ello, Buffett se concentra en aprender todo lo que puede respecto al negocio que está considerando, centrándose en tres áreas principales:

1. El negocio, ¿es sencillo y comprensible?
2. El negocio, ¿tiene un historial de funcionamiento consistente?
3. El negocio, ¿tiene unas perspectivas favorables a largo plazo?

#### ***Sencillo y comprensible***

En opinión de Buffett, el éxito financiero de un inversor se encuentra en proporción directa con el grado en que él o ella comprenden la inversión. Esta comprensión es un rasgo distintivo que separa a los inversores con una orientación de negocio de la mayoría de inversores relámpago, es decir, la gente que lo único que hace es comprar acciones.

A lo largo de los años, Buffett ha poseído una serie impresionante de negocios: una gasolinera; un negocio de materiales para granjas; empresas textiles; un gran detallista; bancos; empresas de seguros; agencias de publi-

---

2. Robert Lenzner, «Warren Buffett's Idea of Heaven: I Don't Have to Work with People I Don't Like», *Forbes*, 18 de octubre de 1993, 43.

cidad; empresas de aluminio y de cemento; periódicos; compañías petroleras, de minerales y mineras; empresas alimentarias, de refrescos y tabaqueras, y empresas de televisión y de cable. Algunas de éstas han sido controladas por Buffett, y en otros casos, ha sido o es un accionista minoritario. En cualquier caso, Buffett está profundamente enterado de cómo funcionan estos negocios. Entiende los ingresos, gastos, flujo de caja, relaciones laborales, flexibilidad de precios y necesidades de inversión de cada una de las posiciones de Berkshire.

Buffett es capaz de mantener un alto grado de conocimientos respecto a los negocios de Berkshire, porque él limita a propósito su selección a empresas que se encuentran dentro de su área de comprensión financiera e intelectual. «Inviertan dentro de su círculo de competencia», aconseja, «lo que cuenta no es lo grande que sea el círculo, sino lo bien que defina usted los parámetros».<sup>3</sup>

Los críticos argumentan que las restricciones autoimpuestas de Buffett le excluyen de sectores que ofrecen el mayor potencial inversor, como la tecnología. Buffett, en respuesta, observa que el éxito en las inversiones no es cuestión de cuánto sabe uno sino de lo realista que se es al definir aquello que no se sabe. «Un inversor necesita hacer muy pocas cosas bien siempre que él o ella eviten los grandes errores».<sup>4</sup> Los resultados por encima del promedio, ha averiguado Buffett, a menudo son producidos al hacer cosas ordinarias. La clave es hacer esas cosas ordinarias, extraordinariamente bien.

### *Un historial de funcionamiento consistente*

Buffett no sólo evita lo complejo, evita adquirir empresas que o bien están solventando problemas de negocios difíciles o bien están cambiando fundamentalmente la dirección de la empresa porque sus planes previos no tuvieron éxito. La experiencia de Buffett le ha enseñado que los mejores rendimientos los obtienen las empresas que han estado produciendo el mismo producto o servicio durante varios años. Llevar a cabo grandes cambios en el negocio aumenta la posibilidad de cometer grandes errores en los negocios.

Buffett cree que «los cambios severos y los rendimientos excepcionales acostumbran a no mezclarse».<sup>5</sup> Desgraciadamente, la mayoría de los individuos invierten como si lo contrario fuera cierto. Últimamente los inversores se han estado peleando por adquirir valores de empresas que se encuentran en medio de una reorganización corporativa. Por algún motivo inexplicable, dice Buffett, estos inversores están tan embobados con la idea de lo que el mañana puede aportarles que ignoran la realidad del negocio de hoy en día.

3. *Fortune*, 29 de noviembre de 1993, 11.

4. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1992, 15.

5. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1987, 7.

La energía puede gastarse de una manera más rentable comprando buenos negocios a precios razonables que no adquiriendo negocios difíciles a precios más baratos. «Charlie (Munger) y yo no hemos aprendido la forma de solucionar los problemas de los negocios difíciles», explica Buffett, «lo que hemos aprendido es a evitarlos. Si hemos tenido éxito es porque nos hemos concentrado en identificar los obstáculos de un metro de altura a los que podemos pasar por encima y no porque hayamos adquirido habilidad alguna en superar obstáculos de cinco metros.»<sup>6</sup>

### *Perspectivas favorables a largo plazo*

Según Buffett, el mundo económico está dividido en un pequeño grupo de franquicias y en un grupo mucho más grande de negocios básicos, muchos de los cuales no vale la pena adquirir. Él define una franquicia como una empresa que proporciona un producto o servicio que es (1) necesario o deseado, (2) no tiene un sustituto parecido, y (3) no se encuentra regulado. Estos rasgos permiten que una franquicia aumente de forma regular los precios de su producto o servicio sin miedo a perder cuota de mercado o volumen de unidades. Una franquicia puede aumentar con frecuencia sus precios incluso cuando la demanda es átona y la capacidad no se utiliza completamente. Esta flexibilidad en los precios es una de las características definitorias de una franquicia; permite que las franquicias tengan unos rendimientos del capital invertido por encima de la media. Otra característica definitoria es que las franquicias poseen una mayor cantidad de fondo de comercio económico, lo que les permite soportar mejor los efectos de la inflación.

Por el contrario, un negocio de bienes básicos ofrece un producto que virtualmente no se puede distinguir de los productos de sus competidores. Hace años los productos básicos incluían el petróleo, la gasolina, los productos químicos, el trigo, el cobre, la madera y el zumo de naranja. Hoy en día, los ordenadores, los automóviles, las líneas aéreas, los bancos y los seguros se han convertido en una especie de productos básicos. Estos, a pesar de tener unos monumentales presupuestos de publicidad, son incapaces de alcanzar una diferenciación de producto que tenga algún significado.

Los negocios básicos son, generalmente, negocios de bajo rendimiento y los «primeros candidatos para tener problemas con los beneficios». <sup>7</sup> Como sea que su producto no es diferente, básicamente, del de cualquier otro, sólo puede competir en cuanto al precio, recortando severamente los márgenes de beneficio. La única otra forma de conseguir un beneficio es durante períodos de escasez de suministros. De hecho, una clave para determinar la rentabilidad a largo plazo de un negocio básico, nos hace notar Buffett, es la

---

6. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1989, 22.

7. Cartas a los Accionistas de Berkshire Hathaway, 1977-1983, 57.

relación de «los años de escasez de aprovisionamiento con los de abundancia». Sin embargo, esta relación con frecuencia es fraccionaria. El período más reciente de escasez de aprovisionamiento en la división textil de Berkshire, dice Buffett mofándose, duró «casi toda una mañana».

Después de analizar las características económicas de una empresa, Buffett juzga a continuación sus fortalezas y debilidades competitivas. «Lo que a mí me gusta», nos confía, «es la potencia económica en una área que yo entienda y en donde piense que va a durar.»<sup>8</sup>

El poder económico se encuentra con mayor frecuencia en las franquicias. Uno de los poderes es el potencial para elevar libremente los precios y ganar mucho sobre el capital invertido. Otro es la capacidad de sobrevivir a los desastres económicos y seguir resistiendo. Es reconfortante, dice Buffett, estar en un negocio en el que pueden cometerse errores y aún pueden conseguirse rendimientos por encima de la media. «Las franquicias», nos dice, «pueden tolerar una mala dirección. Los directivos o directores ineptos pueden disminuir la rentabilidad de una franquicia, pero no pueden infligirle un daño mortal». <sup>9</sup>

Una de las principales debilidades de las franquicias es que su valor es perecedero. Es inevitable que el éxito atraiga a otros empresarios y después aparecerá la competencia. Se introducirán productos sustitutorios, y la diferenciación entre productos se estrechará. Durante este período competitivo, una franquicia se irá deteriorando lentamente hasta convertirse en lo que Buffett denomina una «franquicia débil». En última instancia, esa franquicia que prometía tanto puede verse reducida a un negocio básico.

Cuando eso sucede, el valor y la importancia de una buena dirección aumenta de forma exponencial. Una franquicia puede sobrevivir a una dirección inepta; un negocio básico, no.

## **Los dogmas de gestión**

El mayor cumplido que Buffett puede hacerle a un directivo es que se comporte y piense sin desfallecer como si fuera un propietario de la empresa. Los directivos que se comportan como propietarios tienden a no perder de vista el principal objetivo de la empresa –aumentar el valor de los accionistas– y a tomar decisiones racionales que avancen en este objetivo. Buffett también admira muchísimo a los directivos que se toman en serio su responsabilidad de informar a fondo y de manera genuina a los accionistas, y que tienen el valor de resistirse a lo que él ha denominado el «imperativo institucional», o sea el seguir ciegamente a los colegas del sector.

8. Lenzner, «Warren Buffett's Idea of Heaven»

9. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1991, 8.

A la hora de tomar en consideración la adquisición de un negocio, Buffett estudia profundamente la calidad de la dirección. Nos dice que las empresas que Berkshire compra han de ser llevadas por gente honesta y competente, directivos por los que pueda sentir admiración y confianza. Considera que estas áreas principales son concretamente:

1. ¿Es racional la dirección?
2. ¿Es franca con los accionistas?
3. ¿Se resiste al imperativo institucional?

### ***La racionalidad***

La acción más importante de la dirección es la selección de inversiones. Es lo más importante porque, con el tiempo, determina el valor de los accionistas. Decidir qué es lo que hay que hacer con los beneficios de la empresa –volver a invertirlos en el negocio o devolver dinero a los accionistas– es, según piensa Buffett, un ejercicio de lógica y racionalidad. «La racionalidad es la calidad que Buffett piensa que distingue a su estilo y con el que lleva a Berkshire, y la cualidad que a menudo encuentra a faltar en otras corporaciones», escribe Carol Loomis de *Fortune*.<sup>10</sup>

La cuestión de dónde colocar los beneficios está relacionada con el lugar en que se encuentra esa empresa en su ciclo vital. A medida que una empresa se mueve a través de su ciclo vital, sus tasas de crecimiento, ventas, beneficios y flujo de caja cambian de forma espectacular. En la fase de desarrollo, una empresa pierde dinero cuando desarrolla productos y establece mercados. Durante la fase siguiente, la de crecimiento rápido, la empresa es rentable pero crece tan rápidamente que no puede soportar el crecimiento. Es frecuente no sólo que tenga que retener todos sus beneficios sino también que tenga que pedir dinero prestado o emitir acciones para financiar este crecimiento.

En la tercera fase, la de madurez, la tasa de crecimiento de una empresa se ralentiza y la empresa empieza a generar más dinero del que necesita para el desarrollo y los costes de explotación. En la última fase, la del declive, la empresa padece el descenso de ventas y de beneficios pero sigue generando un exceso de dinero. Es en las fases tres y cuatro, pero especialmente en la tercera cuando surge la pregunta: ¿Cómo deberían distribuirse esos beneficios?

Si el dinero extra, al volver a invertirse internamente, puede producir un rendimiento del capital por encima de la media, un rendimiento que es más alto que el coste del capital, la empresa debería retener todos sus beneficios y volver a invertirlos. Es lo único lógico. Retener los beneficios a fin de volver a invertirlos en la empresa por *menos* del coste medio del capital, es absolutamente irracional. También es muy corriente.

10. Carol Loomis, «Inside Story on Warren Buffett», *Fortune*, 11 de abril de 1988, 32.

Una empresa que proporciona unos rendimientos de la inversión iguales a la media o por encima de ella, pero que genera más dinero del que necesita tiene tres opciones: (1) puede ignorar el problema y continuar reinvertiendo por debajo de las tasas de promedio, (2) puede comprar crecimiento, o (3) puede devolver el dinero a los accionistas. En esta encrucijada es cuando Buffett, sutilmente, se centra en el comportamiento de la dirección. Aquí es donde la dirección se comportará de forma racional o irracional.

Generalmente, los directivos que siguen reinvertiendo a pesar de los rendimientos por debajo de la media, lo hacen creyendo que la situación es temporal. Están convencidos de que gracias a unas proezas directivas podrán mejorar la rentabilidad de su empresa. Los accionistas quedan hipnotizados por la previsión de mejoras que realiza la dirección. Si una empresa ignora continuamente este problema, el dinero se convertirá en un recurso crecientemente inactivo y el precio de las acciones disminuirá. Una empresa con unos malos rendimientos económicos, un exceso de dinero y un bajo precio de las acciones atraerá a los corsarios corporativos, lo que acostumbra a ser el inicio del fin de la actual dirección. Los ejecutivos, para protegerse a sí mismos, acostumbran a elegir la segunda opción: comprar crecimiento por medio de la adquisición de otra empresa.

Anunciar planes de adquisición tiene el efecto de excitar a los accionistas y disuadir a los corsarios corporativos. Sin embargo, Buffett se siente escéptico hacia las empresas que necesitan comprar crecimiento. Por un lado, el crecimiento acostumbra a tener un precio sobrevalorado. Por otro, una empresa que ha de integrar y dirigir un nuevo negocio es muy probable que cometa errores que podrían ser caros para los accionistas.

(Según piensa Buffett, el único camino razonable y responsable para las empresas que tienen una creciente cantidad de dinero que no puede volverse a invertir en unos tipos por encima del promedio es devolver ese dinero a los accionistas. Para ello existen dos métodos: subir los dividendos o volver a comprar acciones.)

Con dinero en la mano procedente de sus dividendos, los accionistas tienen la oportunidad de buscar mayores rendimientos en otras partes. En la superficie, éste parece un buen trato, y por lo tanto mucha gente considera los dividendos aumentados como una señal de empresas a las que les va bien. Buffett cree que esto es así sólo si los inversores pueden obtener más por su dinero de lo que la empresa podría generar si retuviera los beneficios y los volviera a invertir en la empresa.

A lo largo de los años, Berkshire Hathaway ha obtenido unos rendimientos muy altos procedentes de su capital y ha retenido todos sus beneficios. Con unos rendimientos tan altos, los accionistas hubieran estado muy mal servidos si se les hubiera pagado un dividendo. No debe sorprender que Berkshire no pague dividendos. Y esto ya les va bien a los accionistas. En 1985, Buffett les preguntó a los accionistas cuál de las tres opciones de dividendo preferían: (1) continuar reinvertiendo todos los beneficios y no pagar

dividendos en metálico, (2) pagar unos dividendos modestos, del 5 al 15 % de los beneficios de explotación, (3) pagar dividendos a la tasa típica del sector norteamericana, del 40 al 50 % de los beneficios. Una gran mayoría de los que contestaron –el 88 %– prefirió continuar con la política existente. La prueba final de la fe de los propietarios es permitir que la dirección vuelva a invertir el 100 % de los beneficios; los propietarios de Berkshire tienen mucha fe en Buffett.

Si a veces se entiende mal el valor verdadero de los dividendos, el segundo mecanismo para devolver los beneficios a los accionistas –la recompra de acciones– aún lo es más. El beneficio para los propietarios es, en muchos aspectos, menos directo, menos tangible y menos inmediato.

Cuando la dirección recompra acciones, Buffett opina que la recompensa es doble. Si las acciones se están vendiendo por debajo de su valor intrínseco, la compra de acciones tiene sentido en cuanto al negocio. Si el precio de las acciones de una empresa es de 50 dólares y su valor intrínseco es de 100, cada vez que la dirección compra sus acciones, está adquiriendo 2 dólares de valor intrínseco por cada dólar gastado. Las transacciones de esta naturaleza pueden ser muy rentables para los accionistas restantes.

### Sinceridad

Buffett tiene en alta consideración a los directivos que informan sobre la actuación financiera de sus empresas de una manera total y genuina, que admiten los errores así como el éxito de sus acciones y que siempre son sinceros con sus accionistas. En particular, respeta a los directivos que son capaces de comunicar la actuación de su empresa sin esconderse detrás de los principios contables generalmente aceptados (GAAP).

Las normas de contabilidad financiera sólo exigen la divulgación de la información clasificada por segmentos del sector. Algunos directivos explotan esta exigencia mínima y agrupan todos los negocios de la empresa en un sólo segmento del sector, haciendo que a los propietarios les sea difícil comprender la dinámica de sus intereses por separado. «De lo que es necesario que se informe», arguye Buffett, «es de los datos –tanto si son GAAP, no-GAAP, o extra GAAP– que ayuden a los lectores formados en finanzas a responder tres preguntas clave: (1) ¿cuál es el valor aproximado de esta empresa?, (2) ¿cuál es la posibilidad de que pueda cumplir sus obligaciones futuras?, y (3) ¿cuán bien lo están haciendo sus directivos teniendo en cuenta los medios de que disponen?»<sup>11</sup>

Los informes anuales de Berkshire Hathaway cumplen las obligaciones de los GAAP pero van mucho más allá. Buffett incluye los beneficios de cada uno de los negocios de Berkshire por separado y cualquier otra información que piensa que los propietarios consideraran valiosa a la hora de juzgar la

---

11. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1988, 5.

actuación económica de una empresa. Buffett admira al director general que es capaz de informar de sus acciones con la misma sinceridad.

También admira a aquellos que tienen el valor de discutir los fallos de una forma franca. De acuerdo con Buffett, la mayoría de los informes anuales son una farsa. Con el tiempo, todas las empresas cometan errores, tanto grandes como insignificantes. Él opina que hay demasiados directivos que informan con un exceso de optimismo en vez de dar una explicación honesta, puede que sirviendo a sus propios intereses a corto plazo, pero a los de nadie a largo plazo.

En sus informes anuales a los accionistas de Berkshire Hathaway, Buffett es muy franco respecto a la actuación económica y a la dirección de Berkshire, tanto si es buena como si es mala. A lo largo de los años, ha admitido las dificultades con que se ha encontrado Berkshire tanto en los negocios textiles como en los de seguros, y los fallos de su propia dirección respecto a estos negocios. En el Informe Anual de Berkshire Hathaway de 1989 inició una costumbre formal de relacionar sus errores<sup>12</sup> llamada «Errores de los primeros veinticinco años (una versión condensada)». Dos años más tarde cambió el título por el de «El error del día». Aquí, Buffett confesaba no sólo errores cometidos sino oportunidades perdidas porque él no había actuado apropiadamente.

Los críticos han argumentado que la costumbre de Buffett de admitir públicamente sus errores es más fácil porque él posee el 42 % del capital de Berkshire. Pero aparte de esta crítica, existe algo más que está siendo creado en la elaboración de informes de dirección. Buffett cree que la sinceridad beneficia al director por lo menos tanto como al accionista. «El director general que confunde a los demás en público», dice, «puede ser que se confunda a sí mismo en privado».<sup>12</sup> Buffett atribuye a Charlie Munger el crédito de haberle ayudado a comprender el valor de estudiar los propios errores, en lugar de concentrarse únicamente en el éxito.

### *El imperativo institucional*

Si los directivos esperan ganar sabiduría y credibilidad enfrentándose a los errores, ¿por qué hay tantos informes anuales que sólo proclaman éxitos? Si la inversión es algo tan sencillo y lógico, ¿por qué se realiza tan mal? La respuesta, Buffett lo ha aprendido, es una fuerza invisible que él denomina «el imperativo institucional», la tendencia de tipo lemming de los directivos corporativos a imitar el comportamiento de otros directivos, sin tener en cuenta para nada lo estúpido o irracional que eso pueda ser.

Fue, confiesa Buffett, el descubrimiento más sorprendente de su carrera en los negocios. En la escuela le enseñaron que los directivos experimentados de las empresas eran honestos, inteligentes y que tomaban, automáticamente,

12. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1986, 5.

mente, unas decisiones racionales en los negocios. Una vez dentro del mundo de los negocios, aprendió que en lugar de esto la «racionalidad acostumbra a marchitarse cuando el imperativo institucional entra en juego.»<sup>13</sup>

Según Buffett, el imperativo institucional existe cuando (1) una institución se resiste a cualquier cambio en su dirección actual; (2) al igual que el trabajo se expande para llenar el tiempo disponible, los proyectos o adquisiciones empresariales se materializarán para absorber todos los fondos disponibles; (3) cualquier negocio deseado ardientemente por el líder, por muy alocado que sea, será rápidamente apoyado por unos estudios estratégicos detallados y muy rentables, preparados por sus tropas, y (4) el comportamiento de las empresas colegas, tanto si están invirtiendo, comprando o fijando la compensación de los directivos o lo que sea, serán imitadas estúpidamente.»<sup>14</sup>

Jack Ringwalt, director general de National Indemnity, ayudó a Buffett a descubrir el poder destructor del imperativo. Mientras la mayoría de compañías de seguros estaban emitiendo pólizas bajo unos términos que garantizaban la producción de rendimientos inadecuados, o algo peor, una pérdida, Ringwalt se apartó del mercado y rehusó emitir pólizas. De un modo similar, tanto Munger como Buffett alteraron abruptamente la dirección de Mutual Savings cuando quedó claro que la estrategia del sector del ahorro y crédito se estaba dirigiendo al desastre.

La mayoría de los directivos no sienten ningún deseo de parecer estúpidos y exponer sus empresas a una embarazosa pérdida trimestral cuando otras empresas «lemming» siguen siendo capaces de producir ganancias trimestrales, incluso a pesar de que, con toda seguridad, se «están dirigiendo hacia el mar». Cambiar la dirección nunca es fácil. A menudo es más fácil seguir a otras empresas que van por el mismo camino, aunque conduca al fracaso, que alterar la dirección de la empresa. Hay que admitir que ni Buffett ni Munger han de preocuparse porque les despidan, y esto les libera para que puedan tomar decisiones poco convencionales. Sin embargo, un directivo con unas fuertes habilidades de comunicación debería ser capaz de convencer a los accionistas para que aceptaran una pérdida de beneficios a corto plazo, si con el tiempo esto significa unos resultados superiores. La incapacidad para resistirse al imperativo institucional, tal y como Buffett lo ha aprendido, con frecuencia tiene menos que ver con los accionistas de la empresa que con los deseos de sus directivos de aceptar cambios fundamentales.

Incluso cuando los directivos aceptan la idea de que su empresa ha de cambiar o enfrentarse a la posibilidad de tener que cerrar, para la mayoría de ellos es demasiado difícil llevar a cabo este plan. En lugar de ello, muchos sucumben a la tentación de comprar una nueva empresa antes que enfrentarse al problema actual.

---

13. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1989, 22.

14. *Ibid.*

¿Por qué razón lo hacen? Buffett aísla tres factores que cree que son los que influyen de manera fundamental en la conducta de la dirección. Primero, la mayoría de los directivos no pueden controlar su pasión por la actividad. Una hiperactividad de esta clase acostumbra a encontrar su desembocadura en la absorción de negocios. En segundo lugar, la mayoría de los directivos están comparando constantemente las ventas y beneficios de sus negocios, así como la compensación de los ejecutivos con otras empresas dentro y fuera del sector. Estas comparaciones, indica Buffett, invitan a la hiperactividad corporativa. Por último, Buffett cree que la mayoría de los directivos tienen un sentido exagerado de sus propias capacidades directivas.

Otro problema común es la poca habilidad de distribución. Como Buffett señala, los directores generales acostumbran a alcanzar esta posición por haber actuado de una forma excelente en otras áreas de la empresa, incluyendo la administración, la ingeniería, el marketing o la producción. Como tienen poca experiencia en la distribución de capital, la mayoría de los directores generales, acuden a los miembros de su consejo de administración, asesores o banqueros de inversiones en busca de consejo. En este momento es cuando el imperativo institucional empieza a introducirse en el proceso de toma de decisiones. Si el director general ansía realizar una adquisición potencial que exige un 15 % de rendimiento sobre la inversión para justificar la compra, es sorprendente, dice Buffett, la forma suave en que sus tropas le informan de que el negocio, en realidad, puede conseguir el 15,1 %.

La justificación final para el imperativo institucional es la imitación inconsciente. Si las empresas A, B y C, se comportan de una forma similar, entonces, razona el director general de la empresa D, tiene que ser correcto para nuestra empresa comportarse de la misma forma. No es la estupidez, proclama Buffett, lo que coloca a esas empresas en la posición que las hace fracasar. Más bien, son las dinámicas institucionales del imperativo que hacen que sea difícil resistirse a un comportamiento destinado al fracaso. Hablando ante un grupo de estudiantes de Notre Dame, Buffett presentó una lista de treinta y siete bancos de inversiones que habían fracasado. Todas estas empresas, explicó, fracasaron a pesar de que el volumen de la Bolsa de Nueva York se multiplicó por quince. Estas empresas estaban encabezadas por individuos muy trabajadores con unos coeficientes de inteligencia muy altos, y todos tenían un intenso deseo de tener éxito. Buffett hizo una pausa y sus ojos se pasearon por toda la habitación. «Piensen en esto», dijo muy seriamente, «cómo pudieron obtener un resultado de este tipo? Se lo diré», dijo, «por culpa de la imitación inconsciente de sus competidores»<sup>15</sup>.

Buffett ha tenido la suerte de trabajar con algunos de los directivos más brillantes de Norteamérica, incluyendo a Tom Murphy y Donald Keough

15. Linda Grant, «The \$4 Billion Regular Guy», *Los Angeles Times*, 7 de abril de 1991, sección de magazine, 36.

de Coca-Cola, y Carl Reichardt de Wells Fargo. Sin embargo, existe un punto del que incluso el directivo más brillante y capaz no puede rescatar un negocio difícil. «Si hubieras puesto a los mismos tipos a trabajar en una empresa de látigos para calesas», dice Buffett, «no hubiera representado una diferencia mucho mayor».<sup>16</sup> Lo que Buffett está diciendo es que por muy impresionante que sea la dirección, no invertirá sólo en la gente. «Cuando un consejo de administración o un director con una reputación brillante entra en un negocio que tiene la reputación de tener unos malos principios económicos», escribe, «es la reputación del negocio la que no cambia».<sup>17</sup>

En su mayor parte, la valoración de la capacidad de los directivos es un esfuerzo subjetivo que desafía la cuantificación. Sin embargo, existen algunas mediciones cuantificables. Y son los mismos por los que se calibra la actuación económica: el rendimiento del capital, el flujo de caja y los márgenes de explotación.

### Los dogmas financieros

Los dogmas financieros por los que Buffett evalúa tanto la excelencia directiva como la actuación económica están todos basados en los principios típicos de Buffett. En primer lugar, él no se toma los resultados anuales demasiado en serio. En lugar de ello, se centra en los promedios de cuatro o cinco años. Es muy frecuente, dice, que los rendimientos de los negocios rentables no coincidan con el tiempo que el planeta tarda en dar la vuelta al sol. Además, tiene poca paciencia con la contabilidad de tipo prestidigitador que produce unas cifras impresionantes al final del ejercicio pero que tienen poco valor real. Él se guía, en cambio, por estos principios:

1. Centrarse en la rentabilidad del capital, no en los dividendos por acción.
2. Calcular los «beneficios del accionista» para obtener un verdadero reflejo del valor.
3. Buscar empresas que tengan grandes márgenes de beneficio.
4. Asegurarse de que la empresa ha creado por lo menos un dólar de valor de mercado por cada dólar retenido.

### Rentabilidad del capital

Habitualmente, los analistas miden la actuación anual de la empresa fijándose en los dividendos por acción. ¿Aumentaron durante el último año? ¿Son lo suficientemente altos para jactarse de ellos? Buffett considera que

16. Lenzner, «Warren Buffett's Idea of Heaven», 43.

17. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1985, 9.

los dividendos por acción no son otra cosa que una pantalla de humo. Como la mayoría de empresas retienen una parte de los beneficios del año anterior como medio de aumentar su base de capital, no ve ningún motivo para sentirse excitado si existe un récord de dividendos por acción. No hay nada espectacular respecto a una empresa que aumenta los dividendos por acción en un 10 % si, al mismo tiempo, está aumentado su base de capital en un 10 %. No es diferente en absoluto, explica, a colocar dinero en una cuenta de ahorros y dejar que el interés se acumule y capitalice.

«El test primordial de la actuación económica gerencial») afirma, es la consecución de una alta tasa de beneficios sobre el capital empleado (sin un apalancamiento indebido, trucos contables, etc.) y no la consecución de ganancias uniformes en los dividendos por acción».<sup>18</sup> Para medir la actuación anual de una empresa, Buffett prefiere el rendimiento del capital; la relación de los beneficios de explotación con el capital de los accionistas.

Para utilizar esta relación, hemos de realizar varios ajustes. Primero, todos los títulos negociables deben ser valorados al valor de coste y no al del mercado porque los valores de la bolsa en general pueden influir mucho en los rendimientos del capital de los accionistas de una empresa en concreto. Por ejemplo, si la bolsa sube espectacularmente en un año, aumentando por lo tanto el valor neto de una empresa, una actuación de explotación realmente sobresaliente se vería disminuida al compararla con un denominador mayor. Por el contrario, la caída de los precios reduce el capital de los accionistas, lo que significa que los resultados de explotación mediocres parecen ser mucho mejores de lo que verdaderamente son.

En segundo lugar, los inversores también deben controlar los efectos que las cosas poco usuales pueden tener sobre el numerador de esta relación. Buffett excluye todas los beneficios y pérdidas de capital, así como cualquier cosa extraordinaria que pueda hacer aumentar o disminuir los beneficios de explotación. Lo que intenta es aislar la actuación anual concreta de un negocio. Quiere saber lo bien que la dirección cumple con su tarea de generar un rendimiento sobre las operaciones del negocio, según el capital que emplea. Eso, dice, es el mejor juez de la actuación económica de la dirección.

Además, Buffett cree que un negocio debería obtener unos buenos rendimientos sobre el capital empleando poca o ninguna deuda. Sabemos que las empresas pueden incrementar su rendimiento del capital aumentando su relación deuda-capital. Buffett se da cuenta de ello, pero la idea de añadir un par de puntos al rendimiento del capital de Berkshire Hathaway, simplemente aumentando la deuda no le impresiona nada. Los buenos negocios o las decisiones de inversión, dice, «producirán unos resultados económicos absolutamente satisfactorios sin la ayuda de apalancamiento alguno.»<sup>19</sup> Además, las empresas muy apalancadas son vulnerables durante los perío-

18. Cartas a los Accionistas de Berkshire Hathaway, 1977-1983, 17.

19. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1987, 20.

dos de disminución de la actividad económica. Prefiere equivocarse por el lado de la calidad financiera que arriesgar el bienestar de los accionistas de Berkshire incrementando el riesgo que va asociado a la deuda.

A pesar de su postura conservadora, Buffett no siente fobia alguna a pedir dinero prestado. De hecho, prefiere pedir dinero prestado para utilizarlo más adelante, que pedir dinero prestado justo cuando se presenta la necesidad. Sería ideal, dice Buffett, que el ritmo y la oportunidad de hacer adquisiciones rentables coincidiera con la disponibilidad de fondos. Sin embargo, la experiencia demuestra que sucede justo al revés. El dinero barato tiene una tendencia a hacer que suban los precios de los activos. El poco dinero y los tipos de interés más altos hacen subir los costes de los pasivos y es frecuente que hagan bajar los precios de los activos. Precisamente cuando aparecen los mejores precios para la adquisición de empresas, el coste del dinero (mayores tipos de interés) es muy posible que haga disminuir el atractivo de la oportunidad. Por este motivo, dice Buffett, las empresas deberían manejar sus activos y sus pasivos de manera independiente los unos de los otros.

Esta filosofía de pedir prestado ahora con la esperanza de encontrar, más tarde, una buena oportunidad de negocio, penalizará los beneficios inmediatos. Sin embargo, Buffett actúa sólo cuando se siente razonablemente confiado de que el rendimiento de un negocio futuro hará más que equilibrar el gasto de la deuda. Además, como sea que la disponibilidad de oportunidades atractivas de negocio es limitada, Buffett quiere que Berkshire esté preparada. «Si quieres disparar a unos rápidos y raros elefantes», aconseja, «deberías llevar siempre un arma». <sup>20</sup>

Buffett no hace ninguna sugerencia respecto a qué niveles de deuda son apropiados o inapropiados para un negocio. Es fácil de entender que empresas diferentes, según sus flujos de caja, puedan manejar niveles de deuda distintos. Lo que sí dice Buffett, es que un buen negocio debería ser capaz de tener un buen rendimiento del capital sin la ayuda de apalancamiento alguno. Las empresas que sólo son capaces de obtener buenos rendimientos del capital utilizando una deuda significativa, deberían considerarse sospechosas.

### *«Los beneficios del accionista»*

Los inversores, advierte Buffett, deberían estar enterados de que los dividendos contables por acción son el punto inicial para determinar el valor económico de un negocio, pero no el punto final. «El primer punto que hay que entender», dice, «es que no todos los beneficios han sido creados de igual forma». <sup>21</sup> Las empresas con grandes activos, señala, tienen la tendencia a informar de unos sucedáneos de beneficios. Como sea que la inflación

20. *Ibid.* 21.

21. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1984, 15.

hace pagar un peaje a los negocios con activos pesados, los beneficios de estos negocios adoptan una calidad de «espejismo». De ello resulta que los beneficios contables sólo son útiles para el analista si se aproximan al flujo de caja esperado de la empresa.

Pero Buffett advierte que incluso el flujo de caja no es una herramienta perfecta para medir el valor, ya que a menudo confunde a los inversores. El flujo de caja es una forma aproximada de medir los negocios que tienen grandes inversiones al principio y desembolsos más pequeños más tarde, empresas como las inmobiliarias, los yacimientos de gas y las empresas de cable. Las empresas fabricantes, por otro lado, que requieren inversiones constantes, no se valoran adecuadamente si sólo se utiliza el flujo de caja.

El flujo de caja de una empresa acostumbra a ser definido como el beneficio neto después de impuestos más provisiones, amortizaciones y otras cargas no monetarias. El problema con esta definición, explica Buffett, es que olvida un hecho económico crítico: las inversiones. ¿Qué cantidad de los beneficios del año ha de utilizar la empresa para la adquisición de nuevos equipos, mejora de la fábrica, y otras mejoras necesarias para mantener su posición económica y el volumen de unidades? Segundo Buffett, aproximadamente el 95 % de los negocios de EE UU exigen unas inversiones que son, aproximadamente, iguales a sus tasas de amortización. Se pueden aplazar las inversiones durante un año o algo así, dice, pero si no se realizan los gastos necesarios después de un largo período, seguro que su negocio declinará. Estas inversiones son un gasto para una empresa como lo son los del factor trabajo y los de servicios generales.

La popularidad del flujo de caja se intensificó durante el período de compras apalancadas de los años ochenta debido a que los precios exorbitantes pagados por los negocios estaban justificados por el flujo de caja de una empresa. Buffett cree que las cifras del flujo de caja «son frecuentemente utilizadas por vendedores de negocios y valores que intentan justificar lo injustificable y por lo tanto vender lo que sería invendible. Cuando los beneficios parecen inadecuados para atender la deuda de un bono basura o para justificar un precio loco de las acciones, les resulta muy conveniente centrarse en el flujo de caja.»<sup>22</sup> Pero uno no puede centrarse en el flujo de caja, advierte Buffett, a menos que esté dispuesto a restar las inversiones necesarias.

En lugar de flujo de caja, Buffett prefiere utilizar lo que él llama «los beneficios del accionista»; el beneficio neto de una empresa más provisiones, amortizaciones, menos las inversiones y cualquier otro capital circulante adicional que pueda ser necesario. Los beneficios de los accionistas, admite Buffett, no proporcionan los cálculos precisos que muchos analistas exigen. El cálculo de las inversiones futuras exige, con frecuencia, unas estimaciones approximativas. Sin embargo, dice citando a Keynes: «prefiero tener razón de una forma vaga que estar equivocado de una manera precisa».

22. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1986, 25.

### Márgenes de beneficio

Al igual que Philip Fisher, Buffett se da cuenta de que los grandes negocios hacen unas inversiones desastrosas si la dirección no puede convertir las ventas en beneficios. Según su experiencia, los directivos de operaciones de alto coste tienen tendencia a encontrar formas de añadir gastos continuamente, mientras que los directivos de operaciones de bajo coste están siempre encontrando formas de reducir gastos.

Buffett tiene poca paciencia con los directivos que permiten que los costes suban continuamente. Con frecuencia estos mismos directivos han de iniciar un programa de reestructuración para hacer que los costes estén de acuerdo con las ventas. Cada vez que una empresa anuncia un programa de reducción de costes, él sabe que esta empresa no ha calculado lo que los gastos pueden hacerle a los propietarios de la empresa. «El directivo que es realmente bueno», dice Buffett, «no se despierta por la mañana y dice: "Éste es el día en que voy a reducir los costes", de igual modo que no se despierta y decide practicar la respiración». <sup>23</sup>

Buffett destaca las realizaciones de Carl Reichardt y Paul Hazen en Wells Fargo, y de Tom Murphy y Dan Burke en Capital Cities/ABC por su incesante ataque contra los gastos innecesarios. Estos directivos, dice, «aborrecen tener más personal del necesario» y ambos equipos directivos «atacan los costes con igual vigor cuando los beneficios tienen un nivel récord como cuando se encuentran bajo presión». <sup>24</sup> El mismo Buffett puede ser muy duro cuando se trata de costes y de gastos innecesarios. Es muy sensible respecto a los márgenes de beneficio de Berkshire. Comprende cuál es el tamaño adecuado del personal para cualquier negocio, y opina que para cada dólar de ventas existe un nivel de gastos apropiado.

Berkshire Hathaway es una corporación única. El personal directivo de la corporación en Kiewit Plaza tendría dificultades para formar un equipo de fútbol. Berkshire Hathaway no tiene un departamento legal o de relaciones públicas, o con los inversores. No hay departamentos de planificación estratégica que tengan trabajadores especialistas con MBA que estén fraguando fusiones y adquisiciones. Berkshire no emplea guardias de seguridad, chóferes de limusina o mensajeros. Los gastos generales de Berkshire después de pagar los impuestos ascienden a menos del 1 % de los beneficios de explotación. Compare esto, dice Buffett, con otras empresas con unos beneficios similares pero con el 10 % de gastos de estructura; los accionistas pierden el 9 % del valor de sus participaciones sólo por culpa de los gastos generales.

23. Loomis, «Inside Story on Warren Buffett», 34.

24. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1990, 16.

### ***La premisa de un dólar***

Hay un test rápido que puede utilizarse para juzgar no sólo la atracción económica de un negocio sino también lo bien que la gerencia ha conseguido su objetivo de crear valor para los accionistas: Si Buffett ha seleccionado una empresa con unas perspectivas económicas favorables a largo plazo, conducida por directivos capaces y orientados hacia el accionista, la prueba se verá reflejada en el valor de mercado incrementado de la empresa.

Sabemos que la bolsa seguirá la pista del valor del negocio razonablemente bien durante largos períodos, a pesar de que cualquier año los precios pueden cambiar ampliamente por otros motivos distintos al valor.<sup>25</sup> Lo mismo, explica Buffett, es cierto en el caso de los beneficios retenidos. Si una empresa emplea los beneficios retenidos de forma no productiva durante un amplio período, el mercado, en última instancia y justificadamente, pondrá precio a las acciones de la empresa de una forma decepcionante. Por el contrario, si una empresa ha sido capaz de conseguir unos rendimientos por encima del promedio sobre el capital aumentado, ese éxito se verá reflejado en un precio mayor de las acciones.

En el test rápido de Buffett, el incremento debería, por lo menos, ser igual que el importe de los rendimientos retenidos, dólar a dólar. Si el valor sube más que los rendimientos retenidos, mejor que mejor. Buffett explica: «dentro de esta gigantesca arena de subasta [nuestro trabajo es seleccionar un negocio con unas características económicas que permitan que cada dólar de los beneficios retenidos sea traducido en última instancia en un dólar de valor de mercado por lo menos».<sup>25</sup>

### **Los dogmas del mercado**

Todos los principios incorporados en los dogmas que se han descrito hasta ahora, conducen a un punto decisivo: comprar o no comprar acciones de una empresa. Cualquiera que se encuentre en este punto debe considerar dos factores: ¿Es esta empresa un buen valor, y es éste un buen momento para adquirirlo, o sea es favorable el precio?

El precio es establecido por la bolsa. El valor es determinado por el analista, después de haber sopesado toda la información conocida sobre el negocio, la dirección y los rasgos financieros de una empresa. El precio y el valor no son necesariamente iguales. Si la bolsa fuera eficiente, los precios se ajustarían instantáneamente a toda la información disponible. Sabemos, por supuesto, que esto no sucede. Los precios de los valores se mueven por encima y por debajo de los valores de la empresa por numerosos motivos, y no todos ellos son lógicos.

25. Cartas a los Accionistas de Berkshire Hathaway, 1977-1983, 52.

Teóricamente, las acciones de un inversor vienen determinadas por las diferencias entre precio y valor. Si el precio de una empresa está por debajo de su valor por acción, un inversor racional comprará acciones de dicha empresa. Por el contrario, si el precio de un negocio es más alto que su valor determinado, ese inversor pasará. A medida que la empresa pasa a través de su ciclo vital económico, el analista volverá a calcular el valor de la empresa en relación al precio de mercado, y comprará, venderá o mantendrá las acciones de acuerdo con ello. En suma, la inversión racional tiene pues dos componentes:

1. ¿Cuál es el valor de la empresa?
2. ¿Puede ser adquirida la empresa con un descuento significativo de su valor?

### *(Determinar el valor)*

[Las formas tradicionales de valorar un negocio utilizan tres enfoques generales: liquidación, negocio establecido o mercado. El valor de liquidación es el valor en metálico generado por la venta de los activos del negocio menos todos los pasivos. El valor de liquidación no exige consideración alguna de los beneficios futuros ya que se presume que la empresa ya no será viable nunca más. El valor del negocio en marcha, por otro lado, determina los flujos de caja futuros que un accionista puede esperar recibir. Estos flujos de caja futuros son descontados hasta un valor actual utilizando una tasa apropiada. Cuando los flujos de caja futuros son demasiado difíciles de computar, es frecuente que los analistas utilicen el enfoque del mercado: es decir comparan la empresa con otras empresas similares que cotizan y se aplica un múltiplo adecuado.]

¿Qué enfoque es el que utiliza Buffett? Él dice que el mejor sistema fue determinado hace más de cincuenta años por John Burr Williams en *The Theory of Investment Value* (North-Holland, 1938). Parafraseando la teoría de Williams, [Buffett nos dice que el valor de un negocio viene determinado por los flujos de caja netos que se espera que se den durante su vida, descontados a un tipo de interés adecuado.] «Valorados de esta forma», dice Buffett, «todos los negocios, desde los fabricantes de látigos para calesas a los operadores de teléfonos celulares, se convierten en comparables». <sup>26</sup>

[El ejercicio matemático, nos explica Buffett, es muy similar al de valorar un bono.] Un bono tiene un cupón y una fecha de vencimiento que determina su flujo de caja futuro. Si se suman todos los cupones del bono y se divide la suma por el tipo adecuado de descuento, se sabrá el precio del bono. Para determinar el valor de un negocio, el analista hace una estimación de los «cupones» que el negocio generará durante un período futuro, y luego lo descontará todo de estos cupones hasta llegar al presente.

26. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1989, 5.

Para Buffett, la determinación del valor de una empresa es fácil siempre que se tengan en cuenta las variables correctas: el flujo de dinero y el tipo adecuado de actualización.<sup>27</sup> Si no es capaz de proyectar con confianza cuáles serán los flujos de caja futuros de un negocio, no intentará valorar la empresa. Por esto es por lo que se distingue este enfoque. A pesar de que admite que Microsoft es una empresa dinámica y que tiene una gran consideración por tener a Bill Gates como presidente, Buffett confiesa que no tiene ni idea de cómo puede hacer una estimación de los flujos de caja futuros de esta empresa. Si el negocio es sencillo y comprensible, si ha funcionado con un poder consistente de generar beneficios, Buffett es capaz de determinar los flujos de caja futuros con un alto grado de certidumbre. El círculo de competencia al que él se refiere está reflejado en su habilidad de proyectarse hacia el futuro. En el cerebro de Buffett, la capacidad de pronosticar los flujos de caja futuros de una empresa debería tener la certeza del tipo «cupón» que se encuentra en los bonos.

Después de haber determinado los flujos de caja futuros de un negocio, Buffett aplica la tasa de actualización. Mucha gente se sorprenderá al saber que la tasa de actualización que Buffett utiliza es, sencillamente, la tasa de los bonos a largo plazo del gobierno de EE UU y nada más. Es lo más cerca que uno puede estar de una tasa libre de riesgos.

Los académicos argumentan que un tipo de descuento más adecuado sería la tasa de rendimiento libre de riesgo (la tasa de los bonos a largo plazo) más una prima de riesgo, añadida para reflejar la incertidumbre de los flujos de caja futuros de la empresa.<sup>28</sup> A pesar de que Buffett admite que a medida que bajan los tipos de interés él es cada vez más cauto a la hora de aplicar el tipo a largo plazo, no añade ninguna prima de riesgo a su fórmula, por la sencilla razón de que él evita los riesgos. Primero, Buffett elimina el riesgo financiero asociado con la financiación de la deuda, excluyendo de la compra a aquellas empresas que tienen altos niveles de deuda. En segundo lugar, el riesgo en los negocios se reduce, si es que no se elimina, si uno se centra en empresas con unos beneficios constantes y predecibles. «Le doy mucho valor a la certidumbre», dice, «si haces esto, toda la idea de un factor de riesgo no tiene ningún sentido para mí. El riesgo es una consecuencia de no saber qué es lo que estás haciendo».<sup>27</sup>

A pesar de lo que dice Buffett, los críticos argumentan que la estimación de los flujos de caja futuros es difícil, y que la selección del tipo de descuento apropiado puede dar lugar a errores sustanciales en la valoración. En lugar de ello estos críticos han empleado varios métodos casi taquigráficos para identificar el valor: los PER bajos, los bajos valores de los precios contables y las altas rentabilidades de los dividendos. Los profesionales han comprobado a fondo estas relaciones y han llegado a la conclusión de que puede te-

27. Jim Rassmussen, «Buffett Talks Strategy With Students», *Omaha World-Herald*, 2 de enero de 1994, 26.

nerse éxito aislando y comprando empresas que posean exactamente estos ratios financieros.

La gente que se dedica a adquirir empresas que exhiben todas estas características se acostumbran a denominar «inversores de valor». A la gente que dice que ha identificado el valor seleccionando empresas con un crecimiento de los beneficios por encima del promedio se les denomina «inversores de crecimiento». Es típico que las empresas en crecimiento posean unos altos PER y bajo rendimiento de los dividendos. Estos rasgos financieros son exactamente lo contrario de lo que los inversores de valor buscan en una empresa.

Los inversores que buscan adquirir el valor han de elegir, a menudo, entre el enfoque del «valor» o el del «crecimiento» a la hora de seleccionar acciones. Buffett admite que hace años participó en este tira y afloja intelectual. Hoy en día, piensa que el debate entre estas dos escuelas del pensamiento no tiene sentido. La inversión del crecimiento y la del valor se encuentran unidas por la cadera, dice Buffett. *[El valor es el valor actual descontado de un flujo de caja futuro de la inversión; el crecimiento es sencillamente un cálculo utilizado para determinar el valor.]*

El crecimiento de las ventas, los beneficios y los activos puede añadir o restar al valor de una inversión. El crecimiento puede añadir al valor cuando el rendimiento sobre un capital invertido está por encima del promedio, y por lo tanto asegurando que cuando se invierte un dólar en la empresa, se crea por lo menos un dólar de valor de mercado. *[Sin embargo, el crecimiento para un negocio que obtiene bajos rendimientos sobre el capital puede ser perjudicial para los accionistas.]* Por ejemplo, el negocio de las líneas aéreas ha tenido una historia de crecimiento increíble, pero su incapacidad para obtener unos rendimientos decentes sobre el capital ha dejado a la mayoría de accionistas de estas empresas en una mala posición.

Todos los métodos taquigráficos –altas o bajas relaciones de los precios con los beneficios, las relaciones del precio con la contabilidad, y los rendimientos de dividendos, se combinan como se combinen– se quedan cortos, dice Buffett, a la hora de determinar si «un inversor está realmente adquiriendo algo por lo que vale y, por lo tanto, está verdaderamente comportándose de acuerdo con el principio de obtener valor para sus inversiones... Sin importar si un negocio crece o no crece, demuestre volatilidad o uniformidad en los beneficios, o tenga un precio alto o bajo en relación a sus beneficios actuales y valor contable, la inversión que a través de los cálculos de los flujos de caja descontados demuestre ser la más barata, es la que el inversor debería comprar». <sup>28</sup>

---

28. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1992, 14.

*(Comprar a precios atractivos)*

Centrarse en negocios que sean comprensibles, con economías resistentes, conducidos por directivos orientados hacia los accionistas, no garantiza el éxito, nos hace notar Buffett. Primero, ha de comprar a unos precios razonables y luego la empresa ha de comportarse de acuerdo con sus expectativas de negocio. Si cometemos errores, confiesa Buffett, es o bien a causa (1) del precio que pagamos, (2) de los directivos a los que nos unimos, o (3) de la economía futura de la empresa. Los cálculos erróneos en el tercer caso, manifiesta, son los más frecuentes.

La intención de Buffett no sólo es identificar negocios que obtengan rendimientos por encima de la media, sino adquirir estos negocios a precios muy por debajo de su valor indicado. Graham le enseñó a Buffett la importancia de comprar un valor sólo cuando la diferencia entre su precio y su valor represente un margen de seguridad.

El principio del margen de seguridad ayuda a Buffett de dos maneras. Primero, le protege del riesgo de una caída de precio. Si Buffett calcula que el valor de un negocio es sólo ligeramente mayor que su precio por acción, no comprará los valores; piensa que el valor intrínseco de la empresa bajará aunque sólo sea ligeramente, a causa de una mala valoración del flujo de caja futuro de la empresa; el precio de las acciones también bajará y puede que por debajo de lo que él hubiera pagado. Pero si el margen entre el precio de compra y el valor intrínseco de la empresa es lo suficientemente grande, el riesgo de reducción del valor intrínseco es menor. Si Buffett adquiere una empresa con un 25 % de descuento de su valor intrínseco y luego el valor baja un 10 %, su precio de compra original seguirá produciendo un rendimiento adecuado.

El margen de seguridad también proporciona oportunidades de rendimiento extraordinario en las acciones. Si Buffett identifica correctamente que una empresa posee unos rendimientos económicos por encima de la media, el valor de las acciones, a largo plazo, irá subiendo de forma continua a medida que el precio de la acción imite los rendimientos del negocio. Si una empresa obtiene de forma continuada un 15 % sobre el capital, la revalorización de sus acciones aumentará cada año más que el precio de la acción de una empresa que recibe un 10 % sobre el capital. Además, si Buffett, al utilizar el margen de seguridad, es capaz de adquirir este negocio sobresaliente con un descuento significativo sobre su valor intrínseco, Berkshire obtendrá una prima extra cuando el mercado corrija el precio del negocio. «El mercado, como el Señor, ayuda a los que se ayudan a sí mismos», dice Buffett, «pero a diferencia del Señor, el mercado no perdona a aquellos que no saben lo que hacen».<sup>29</sup>

29. Cartas a los Accionistas de Berkshire Hathaway, 1977-1983, 53.

## El inversor inteligente

El rasgo más distintivo de la filosofía de inversión de Buffett es la comprensión clara de que al poseer acciones posee negocios, no pedazos de papel. La idea de adquirir valores sin comprender las funciones operativas de la empresa –incluyendo los productos y servicios, las relaciones laborales, los gastos de materia prima, las instalaciones y los equipamientos, las exigencias de reinversión, las existencias, las cuentas por cobrar y las necesidades de capital circulante de una empresa– es absolutamente irracional. Esta mentalidad se ve reflejada en la actitud del propietario de un negocio en oposición a la del propietario de acciones. En el resumen del *The Intelligent Investor*, Benjamin Graham escribió: «Invertir es de lo más inteligente cuando es más serio, metódico y práctico». Estas palabras son, dice Buffett, «las palabras más importantes que se han escrito nunca sobre las inversiones».

Una persona que tiene acciones puede elegir entre convertirse en el propietario de un negocio o el portador de títulos negociables. Los poseedores de acciones que se ven únicamente como propietarios de un pedazo de papel, se encuentran muy alejados de los estados financieros de la empresa. Estos propietarios se comportan como si el siempre cambiante precio del mercado fuera un reflejo más fiel del valor de sus títulos que no lo son el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias. Compran y venden los títulos como si jugaran a cartas. Para Buffett, las actividades del poseedor de acciones y de un hombre de negocios se encuentran íntimamente conectadas. Ambos deben considerar la participación de un negocio de la misma forma. «Soy un inversor mejor porque soy un hombre de negocios», confiesa Buffett, «y mejor hombre de negocios porque soy un inversor».<sup>30</sup>

A Buffett le preguntan con frecuencia qué tipo de empresas comprará en el futuro. Ante todo dice que evitará los negocios de primera necesidad y a los directivos en los que tenga poca confianza. Lo que adquirirá será la clase de empresa que él entiende, una que posea una buena economía y esté dirigida por directivos dignos de confianza. «Un buen negocio no siempre es una buena compra», dice Buffett, «aunque es un buen lugar para buscar una».<sup>31</sup>

---

30. Lenzner, «Warren Buffett's Idea of Heaven», 43.

31. Cartas a los Accionistas de Berkshire Hathaway, 1977-1983, 82.

# 5

## Inversiones permanentes

En Warren Buffett es una práctica habitual dejar que las empresas le informen de sus resultados, no por las cotizaciones de sus valores a corto plazo, aunque las inversiones de Berkshire tengan éxito. Está convencido de que a pesar de que la bolsa, a corto plazo, puede que ignore los resultados de un negocio, con el tiempo confirmará el éxito o el fracaso de una empresa proporcionando un incremento de valor al accionista. Buffett recuerda que Ben Graham le decía que «a corto plazo, el mercado es una máquina de votar pero, a largo plazo, es una máquina de pesar».<sup>1</sup> Está dispuesto a ser paciente. De hecho, mientras los negocios de Berkshire sigan incrementando el valor del accionista a una tasa satisfactoria, preferiría que la bolsa retrasara su reconocimiento, y por lo tanto le concediera la oportunidad de adquirir más acciones a precios de ganga.

A veces el mercado confirma rápidamente el juicio de Buffett de que una empresa es una buena inversión. Cuando esto sucede, él no se siente empujado a vender sólo por la revalorización a corto plazo. Considera que la máxima de Wall Street, «nunca te arruinarás consiguiendo un beneficio», es un consejo estúpido. Fisher le enseñó que, o bien la inversión que tienes es una mejor inversión que el dinero, o bien no lo es. Buffett dice que «se siente absolutamente contento teniendo cualquier valor indefinidamente, siempre que el rendimiento esperado del capital subyacente sea satisfactorio, la dirección sea competente y honesta, y el mercado no sobrevalore el negocio.»<sup>2</sup> Si la bolsa sobrevalora de una manera importante un negocio, él vende. Además, Buffett venderá unas acciones bien valoradas o infravaloradas si necesita el dinero para comprar otra cosa; ya sea un negocio que aún está más infravalorado o uno de igual valor al que entiende mejor.

A parte de esta estrategia de inversión, sin embargo, Buffett confesó en 1987 que hay tres participaciones que no venderá, a pesar de lo mucho que la bolsa pueda sobrevalorarlas: The Washington Post Company, GEICO

1. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1987, 15.

2. *Ibid.*

Corporation y Capital Cities/ABC. En 1990, añadió The Coca-Cola Company a esta lista de participaciones permanentes de acciones.

Esta actitud de «hasta que la muerte nos separe» sitúa a estas cuatro inversiones en el mismo nivel de compromiso que los negocios controlados por Berkshire. El estado de permanencia no es algo que Buffett otorgue indiscriminadamente. Y hay que tener en cuenta que una empresa no se convierte automáticamente en «permanente» el día que Buffett la compra. Berkshire Hathaway ha sido propietaria de acciones de The Washington Post Company durante veinte años y de GEICO durante dieciocho años. Buffett adquirió por primera vez Capital Cities en 1977. Incluso Coca-Cola, adquirida por vez primera en 1987, no fue elevada al estado de permanente hasta 1990.

En el momento de su adquisición, cada una de estas cuatro empresas poseía atributos que las calificaban para ser adquiridas. Son estos atributos los que vale la pena estudiar.

### The Washington Post Company

Las principales actividades de negocio de The Washington Post Company incluyen la edición de periódicos, las emisiones de televisión, los sistemas de televisión por cable y la edición de revistas. La división de periódicos publica *The Washington Post*, *The Everett Herald* y los *Gazette Newspapers*, un grupo de catorce periódicos semanales. La división de televisión posee seis emisoras de televisión situadas en Detroit, Miami, Houston y San Antonio, en Texas, Hartford, Connecticut y Jacksonville, en Florida. La división de sistemas de televisión por cable proporciona servicio por cable a 463.000 suscriptores localizados en quince estados del medio oeste, el sur y el oeste. La división de edición de revistas publica el *Newsweek*, con una circulación nacional de más de 3 millones y más de 700.000 unidades vendidas internacionalmente.

Además de las cuatro divisiones principales, The Washington Post Company posee los Stanley H. Kaplan Educational Centers, una cadena de escuelas en las que los estudiantes son preparados para las pruebas de admisión en las facultades. También posee Legi-Slate, una empresa que proporciona información computerizada sobre las actividades legislativas y reguladoras del gobierno de EE UU. La empresa posee el 50 % del *International Herald Tribune*, el 28 % de Cowles Media, el editor del *Minneapolis Star* y *Tribune*, y también ha formado una sociedad limitada con American Personal Communications, que ha desarrollado un sistema de comunicaciones personales en el área de Washington D. C.

A finales de 1993, The Washington Post Company era una empresa de 3 billones de dólares que producía un billón y medio de ventas anuales. Sus logros eran especialmente impresionantes cuando uno piensa que hace sesenta años la empresa tenía un solo negocio, la edición de un periódico.

En 1931, el *Washington Post* era uno de los cinco diarios que competían por sus lectores. Dos años más tarde, el *Post*, incapaz de pagar su papel prensa fue puesto en liquidación. Ese verano, la empresa se vendió en subasta para satisfacer a los acreedores. Eugene Meyer, un financiero millonario, compró el *Washington Post* por 825.000 dólares. Durante las dos décadas siguientes, apoyó al periódico hasta que dio beneficios. La dirección del diario pasó a Philip Graham, un brillante abogado educado en Harvard, que se casó con la hija de Meyer, Katherine. En 1954, Phil Graham convenció a Eugene Meyer para que comprara un periódico rival, el *Times-Herald*. Más tarde, Graham adquirió la revista *Newsweek* y dos emisoras de televisión, antes de su trágica muerte en 1963. Es a Phil Graham a quien se le otorga el crédito de transformar el *Washington Post* de un sencillo periódico en una empresa de medios de comunicación.

Después de la muerte de Graham, el control del *Washington Post* pasó a Katherine Graham. A pesar de que no tenía experiencia en la dirección de una gran corporación, se distinguió rápidamente por enfrentarse a difíciles temas de negocios. Gran parte del éxito de la señora Graham puede atribuirse a su genuino afecto por el *Post*. Ella había observado cómo tanto su padre como su esposo habían luchado para hacer que la empresa siguiera siendo viable. Katherine Graham se dio cuenta de que para tener éxito, la empresa necesitaba a alguien que tomara decisiones y no a un guardián o cuidador. «Aprendí rápidamente que las cosas no se quedan quietas», dijo, «has de tomar decisiones».³ Dos decisiones que tuvieron un impacto muy profundo en el *Washington Post* fueron las de emplear a Ben Bradlee como redactor jefe del periódico, y luego invitar a Warren Buffett a convertirse en director de la empresa. Bradlee animó a Katherine Graham a publicar los «Papeles del Pentágono» y a proseguir la investigación del «Watergate», que hizo obtener al *Washington Post* la reputación de un periodismo merecedor y ganador de premios. Buffett le enseñó a Katherine Graham la forma de llevar un negocio de éxito.

Buffett se encontró por primera vez con Katherine Graham en 1971. En esa época Buffett poseía acciones del *New Yorker*. Como había oído que podía ser que la publicación estuviera a la venta, le preguntó a Katherine Graham si el *Washington Post* estaría interesado en comprarlo. A pesar de que la venta no se materializó nunca, Buffett quedó muy impresionado con la editora del *Post*.

Por esa época, la estructura financiera del *Post* se encaminaba a unos cambios profundos. Bajo los términos de un contrato establecido por Eugene y Agnes Meyer, Katherine y Phil Graham eran propietarios de todas las acciones con derecho a voto del *Washington Post*. Después de la muerte de Graham, Katherine Graham heredó el control de la empresa. A lo largo de los años, Eugene Meyer había regalado miles de acciones privadas del *Post* a va-

³ Mary Rowland, «Mastermind of a Media Empire», *Working Woman*, 11 de noviembre de 1989,

rios cientos de empleados como muestra de gratitud por su lealtad y servicio. También había fundado el plan de participación de beneficios de la empresa con títulos privados. A medida que la empresa prosperaba, el valor de las acciones del *Washington Post* ascendió vertiginosamente de 50 dólares por acción en los años cincuenta, a 1.154 dólares en 1971. El plan de participación en los beneficios y los holdings personales de los empleados exigían que la empresa mantuviera un mercado para los valores. Este arreglo demostró ser un uso improductivo para el dinero de la empresa. Además, las familias Graham y Meyer se enfrentaban a unos duros impuestos sucesorios.

En 1971, Katherine Graham decidió ofrecer las acciones del *Washington Post* a la bolsa, eliminando de este modo la carga de mantener un mercado en sus propias acciones, y permitiendo a los herederos de la familia un plan más rentable para sus inmuebles. The Washington Post Company se dividió en dos clases de valores. Las acciones ordinarias de clase A que elegían a la mayoría del consejo de administración. Katherine Graham se quedó con el 50 % de los valores de clase A, con lo que controlaba la empresa de manera efectiva. Los valores de clase B elegían a una minoría del consejo de administración. En junio de 1971, The Washington Post Company emitió 1.354.000 acciones de clase B. Es notable que dos días más tarde, a pesar de las amenazas del gobierno, Katherine Graham concediese permiso a Ben Bradlee para publicar los «Papeles del Pentágono».

En 1972, el precio por acción del *Post* ascendió de forma continuada, de 24,75 dólares en enero a 38 dólares en diciembre. A pesar de que los negocios estaban mejorando en el periódico, el humor en Wall Street se estaba volviendo sombrío. A principios de 1973, el Dow Jones de valores industriales empezó a deslizarse. En la primavera había bajado más de cien puntos, llegando a 921. El precio de las acciones del *Washington Post* también se estaba deslizando; en mayo había bajado 14 puntos, llegando a 23 dólares. Los corredores de Wall Street estaban hablando sobre IBM —sus valores habían bajado más de 69 puntos, rebasando su media móvil de 200-día— y avisando de que se trataba de un mal presagio para el resto del mercado. Ese mismo mes el oro se cotizó a 100 dólares la onza, la Reserva Federal empujó el tipo de descuento al 6 %, y el Dow cayó 18 puntos, su mayor pérdida en tres años. En junio, el tipo de descuento volvió a subir, y el Dow Jones de valores industriales se encaminaba hacia abajo al nivel de 900. Y mientras tanto, Buffett estaba adquiriendo calladamente acciones en el *Washington Post*. En junio, ya había adquirido 467.150 acciones de la empresa a un precio medio de 22,75 dólares, una adquisición valorada en 10.628.000 dólares (ver figura 5.1).

Hoy en día, Donald E. Graham, hijo de Phil y Katherine Graham, es el editor del periódico, director general y presidente del consejo de The Washington Post Company. Don Graham se graduó *cum laude*, en Harvard, en 1966, especializándose en historia y literatura inglesas. Mientras estuvo en Harvard, fue editor del *Crimson*, el periódico de la universidad. Después de gra-

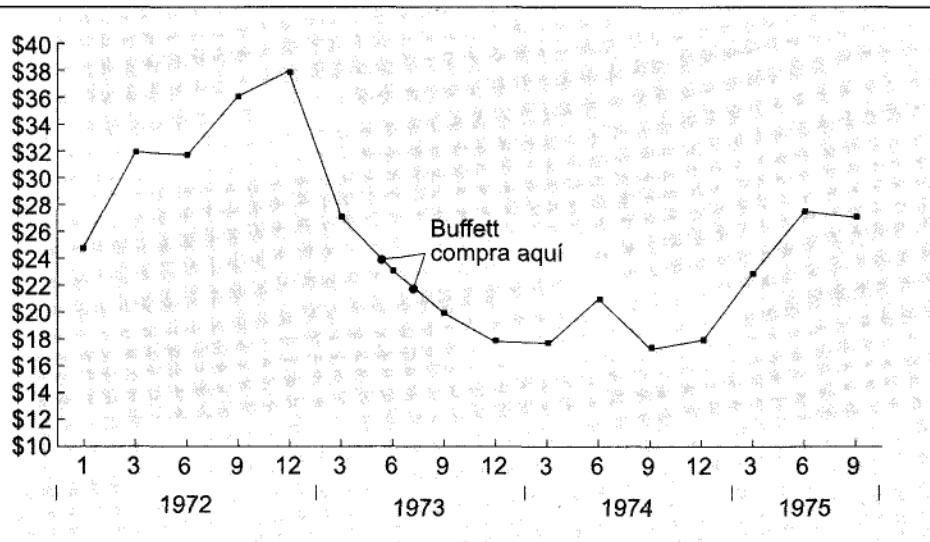


Figura 5.1. El precio por acción de The Washington Post Company, 1972-1975.

duarse, Graham estuvo dos años en el ejército. Sabiendo que en última instancia dirigiría el *Washington Post*, Graham decidió que primero tenía que conocer mejor la ciudad. Tomó el poco habitual camino de ingresar en la policía metropolitana de Washington. Después de pasar cuatro meses en la academia de policía, se convirtió en un patrullero durante los siguientes catorce meses, haciendo la ronda en la comisaría novena. En 1971, Graham pasó al *Post* como reportero. Más tarde, trabajó diez meses como reportero para el *Newsweek*, en la oficina de Los Ángeles. Graham volvió al *Post* en 1974 y se convirtió en el ayudante del redactor jefe de deportes. Ese año se sumó al consejo de administración de la empresa.

Cuando Buffett compró acciones del *Post* en 1973, Katherine Graham se sintió, en un principio, desanimada. La idea de que alguien que no era miembro de la familia poseyera tantas acciones del *Post*, incluso a pesar de que se trataba de acciones que no tenían control, le disgustaba. Buffett aseguró a Katherine Graham que la compra de Berkshire era sólo con propósitos de inversión. Para tranquilizarla, sugirió que a Don Graham se le dieran poderes para votar con las acciones de Berkshire. Esto lo arregló todo. Katherine Graham respondió invitando a Buffett a unirse al consejo de administración en 1974, y muy pronto lo hizo presidente del comité financiero.

El papel de Buffett en el *Washington Post* está ampliamente documentado. Ayudó a Katherine Graham a perseverar durante las huelgas de los setenta, y también instruyó a Don Graham en los negocios, ayudándole a comprender el papel de la dirección y su responsabilidad para sus propietarios. La

influencia de Buffett en el *Post* puede verse en varias acciones desarrolladas tanto por Katherine como por Donald Graham.

Don Graham es inequívocamente claro respecto al objetivo primordial de The Washington Post Company. «Seguiremos dirigiendo la empresa en beneficio de los accionistas», escribe, «especialmente los accionistas a largo plazo cuya perspectiva se extiende mucho más allá de los resultados trimestrales e incluso de los anuales. No mediremos nuestro éxito por el tamaño de nuestros ingresos o por el número de empresas que controlamos».⁴ Graham promete que siempre «manejará los costes de forma rigurosa» y «será muy disciplinado el uso que hacemos de nuestro dinero».

#### Dogma: sencillo y comprensible

El abuelo de Buffett fue el propietario y editor del *Cuming County Democrat*, un periódico semanal en West Point, Nebraska. Su abuela le ayudaba y también hacía de tipógrafo en la imprenta de la familia. Su padre, mientras él asistía a la Universidad de Nebraska, editaba el *Daily Nebraskan*. El mismo Buffett fue una vez jefe del departamento de suscripciones del *Lincoln Journal*. Se ha dicho a menudo que si Buffett no se hubiera embarcado en una carrera empresarial, seguramente hubiera cultivado el periodismo.

En 1969, Buffett compró su primer gran periódico, el *Omaha Sun*, junto con un grupo de semanarios. A pesar de que respetaba el periodismo de alta calidad, Buffett pensaba en los periódicos, ante todo y siempre, como un negocio. Esperaba que los beneficios, y no la influencia, fueran la recompensa de los propietarios de un periódico. La propiedad del *Omaha Sun* le enseñó a Buffett la dinámica empresarial de un periódico. Tuvo cuatro años de experiencia práctica de primera mano en manejar un periódico, antes de que comprara su primera acción del *Washington Post*.

#### Dogma: un historial consistente de funcionamiento

Buffett les dice a los accionistas de Berkshire que su primera conexión financiera con The Washington Post Company fue a la edad de trece años. Hacía de repartidor a domicilio tanto del *Washington Post* como del *Times-Herald* mientras su padre estaba en el Congreso. A Buffett le gusta recordar a los demás que con su doble ruta de reparto, él fusionó los dos periódicos mucho antes de que Phil Graham comprara el *Times-Herald*.

Es obvio que Buffett estaba al tanto del rico historial del periódico. Y consideraba a la revista *Newsweek* como un negocio predecible. Aprendió rápidamente el valor de las emisoras de televisión de la empresa. Durante años, The Washington Post Company ha estado hablando de la actuación estelar de su división de emisiones. La experiencia personal de Buffett con la em-

4. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1992, 15.

presa y su propia historia de éxitos le llevaron a creer que la empresa era un negocio consistente y fiable.

### Dogma: perspectivas favorables a largo plazo

«La economía de un periódico influyente», escribió Buffett en 1984, «es excelente, y se encuentra entre las mejores del mundo».<sup>5</sup> De los aproximadamente 1.700 periódicos de EE UU, unos 1.600 funcionan sin ninguna competencia directa. A los propietarios de los periódicos, se dio cuenta, les gusta creer que los excepcionales beneficios que obtienen cada año son el resultado de la calidad periodística de su publicación. La verdad, dijo Buffett, es que incluso un periódico de tercera clase puede generar unos beneficios adecuados si es el único de la ciudad. Es verdad que un diario de gran calidad alcanzará una mayor tasa de penetración, pero incluso un diario mediocre, explica, es esencial para una comunidad por su atracción como tablón de anuncios. Todos los negocios de la ciudad, todos los vendedores de casas, cada individuo que quiere hacer llegar un mensaje a la comunidad, necesita la circulación de un periódico para ello. Al igual que Lord Thomson, Buffett opina que ser propietario de un periódico es como recibir un *royalty* de cada negocio de la ciudad que quiere anunciarse.

Además de su calidad de franquicia, los periódicos poseen un valioso fondo de comercio económico. Como Buffett señala, los periódicos tienen pocas necesidades de capital, y por lo tanto pueden, fácilmente, transformar las ventas en beneficios. Incluso cuando un periódico instala unas caras rotativas de impresión asistidas por ordenador y un sistema electrónico para la redacción, se pagan rápidamente con unos costes más bajos de los salarios fijos. Los periódicos, además, pueden aumentar los precios de una forma relativamente fácil, y por lo tanto generarán unos rendimientos sobre el capital invertido por encima de la media, y reducen los malos efectos de la inflación. Buffett piensa que un periódico típico podría duplicar su precio, como lo hizo *USA Today*, y seguir reteniendo el 90 % de sus lectores.

### Dogma: determinar el valor

En 1973, el valor total de mercado de The Washington Post Company era de 80 millones de dólares. Sin embargo, Buffett insiste en que «la mayoría de analistas de inversiones, gestores especializados en medios y los ejecutivos de los medios hubieran estimado que el valor intrínseco de WPC era de 400 a 500 millones de dólares».<sup>6</sup> ¿Cómo llegó Buffett a esta estimación? Examinemos las cifras, utilizando el razonamiento de Buffett.

Empezaremos por calcular los beneficios del accionista (véase capítulo 4)

5. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1987, 7.

6. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1989, 22.

de ese año: beneficios netos (13,3 millones de dólares), más la amortización (3,7 millones de dólares), menos las inversiones (6,6 millones de dólares) producen unos beneficios del accionista en 1973 de 10,4 millones de dólares. Si dividimos estos beneficios por la tasa de rendimiento del bono a largo plazo del gobierno de EE UU (6,81 %), el valor de The Washington Post Company alcanza los 150 millones de dólares, casi el doble del valor de mercado de la empresa pero muy por debajo de la estimación de Buffett.

Buffett nos dice que, con el tiempo, las necesidades de inversión de un periódico serán iguales a los costes de depreciación y amortización, y por lo tanto el beneficio neto será similar a los beneficios del accionista. Sabiendo esto, podemos sencillamente dividir el beneficio neto por la tasa libre de riesgo y llegar a una valoración de 196 millones de dólares.

Si nos detenemos aquí, la asunción es que el aumento de los beneficios del accionista será igual al aumento de la inflación. Pero sabemos que los periódicos tienen un poder de fijación de los precios nada habitual; como sea que son monopolios en su comunidad, pueden subir sus precios a una tasa mayor que la inflación. Si hacemos una última asunción –la de que el *Washington Post* tiene la capacidad de elevar los precios reales en un 3 %–, el valor de la empresa está más cerca de 350 millones de dólares. Buffett sabía también que los beneficios antes de impuestos de la empresa del 10 % eran inferiores a sus beneficios históricos medios del 15 %, y sabía que Katherine Graham estaba decidida a que el *Post* volviera de nuevo a conseguir estos márgenes. Si los beneficios antes de impuestos mejoraran hasta alcanzar el 15 %, el valor presente de la empresa se incrementaría en 135 millones de dólares, con lo que el valor intrínseco total sería de 485 millones de dólares.

### **Dogma: comprar a precios atractivos**

Incluso el cálculo más conservador del valor de la empresa indica que Buffett adquirió The Washington Post Company por lo menos a la mitad de su valor intrínseco. Insiste en que compró la empresa por menos de un cuarto de su valor. De cualquier modo, está claro que adquirió la empresa con un significativo descuento sobre su valor actual. Buffett hizo buena la premisa de Ben Graham de que comprar con un descuento crea un margen de seguridad.

### **Dogma: rentabilidad del capital**

Cuando Buffett adquirió acciones del *Washington Post*, su rentabilidad del capital era del 15,7 %. Éste era el rendimiento medio de la mayoría de los periódicos y sólo ligeramente mejor que la rentabilidad media sobre el capital del Standard & Poor's de valores industriales. Pero en el plazo de cinco

años, la rentabilidad del capital del *Post* se duplicó. Para entonces era el doble del S&P y el 50 % más alto que el del periódico medio. Durante los siguientes diez años, el *Post* mantuvo su supremacía llegando hasta una rentabilidad del capital del 36,3% en 1988.

Estos rendimientos por encima de la media son aún más impresionantes cuando observamos que la empresa, con el tiempo y a propósito, ha reducido su deuda. En 1973, la deuda a largo plazo en relación al capital propio llegó al 37,2 %, el segundo ratio más alto del grupo de los periódicos. Es increíble, pero en 1978 Katherine Graham había reducido la deuda de la empresa en un 70 %. En 1983, la deuda a largo plazo en relación al capital era de un 2,7 % –una décima parte de la media del grupo de los periódicos– y sin embargo el *Post* generaba una rentabilidad del capital un 10 % más alta que el de estas mismas empresas. En 1986, después de haber invertido en sistemas de teléfonos celulares y haber adquirido los cincuenta y tres sistemas de cable de Capital Cities, la deuda en la empresa tenía un nivel de 336 millones de dólares. En un año se había reducido a 155 millones de dólares. En 1992, la deuda a largo plazo era de 51 millones de dólares y la deuda a largo plazo en relación con el capital era del 5,5 %, comparado con la media del sector que era del 42,7 %.

### Dogma: márgenes de beneficio

Seis meses después de que WPC cotizara en Bolsa, Katherine Graham se entrevistó con analistas de inversiones de Wall Street. Lo más importante para el negocio, les dijo, era incrementar al máximo los beneficios procedentes de las operaciones ya existentes en la empresa. Los beneficios seguían aumentando en las emisoras de televisión y en *Newsweek* pero la rentabilidad del periódico se estaba estancando. El motivo en gran parte, dijo la señora Graham, eran los altos costes de producción, de hecho los salarios. Después de que el *Post* comprara el *Times-Herald*, los beneficios de la empresa se habían incrementado. Cada vez que los sindicatos habían hecho huelga (1949, 1958, 1966, 1968 y 1969) la dirección había optado por pagar sus demandas en lugar de arriesgarse al cierre del periódico. Durante esa época Washington D. C. seguía siendo una ciudad con tres periódicos. Durante los años cincuenta y sesenta, los incrementos de los costes salariales habían disminuido los beneficios. Este problema, dijo la señora Graham a los analistas, iba a ser solucionado.

A medida que los contratos con los sindicatos empezaron a expirar en los años setenta, la señora Graham reclutó a directivos de recursos humanos que siguieron una política de mano dura con los sindicatos. En 1974, la empresa frustró una huelga con el sindicato de periódicos y después de largas negociaciones, los impresores accedieron a un nuevo contrato.

La firme postura de la señora Graham respecto a los contratos laborales llegó a su punto más álgido durante la huelga de maquinistas en 1975. La

huelga fue violenta y amarga. Como sea que los maquinistas habían casi destruido la sala de máquinas antes de iniciar la huelga, cualquier simpatía que pudiera haber por su causa se había perdido. Los directivos hicieron funcionar las máquinas. Miembros del sindicato de impresores cruzaron las líneas de piquetes. Después de cuatro meses, la señora Graham anunció que la empresa estaba contratando a maquinistas no sindicados. La empresa había ganado.

A principios de los setenta, la prensa financiera escribió: «Lo mejor que podría decirse sobre la actuación de The Washington Post Company es que ha conseguido una C (un aprobado) en rentabilidad».⁷ En 1973, los beneficios antes de impuestos eran del 10,8 %, muy por debajo de los márgenes históricos de la empresa del 15 %, que había conseguido en los años sesenta. Después de volver a negociar con éxito los contratos con los sindicatos, la suerte del *Post* mejoró. En 1978, los márgenes de beneficio habían dado un salto hasta un 19,3 %, una mejora del 80 % en cinco años. La apuesta de Buffett había dado un buen resultado. En 1988, el margen antes de impuestos del *Post* llegó al 31,8 %, que se comparaba favorablemente con la media de su grupo de periódicos del 16,9 % y el Standard & Poor's de valores industriales promedio del 8,6 %. A pesar de que los márgenes de la empresa han descendido en cierto modo a primeros de los noventa, siguen siendo sustancialmente más altos que los de la media del sector.

### Dogma: racionalidad

The Washington Post Company genera un flujo de caja sustancial para sus propietarios. Como resulta que genera más dinero del que puede ser reinvertido en sus negocios primarios, la dirección se enfrenta a dos elecciones racionales: devolver el dinero a los accionistas y/o invertir el dinero de manera rentable en nuevas oportunidades de inversión. Buffett prefiere que las empresas devuelvan el exceso de beneficios a los accionistas. The Washington Post Company, mientras Katherine Graham fue presidenta, fue la primera empresa periodística en su sector que volvió a comprar acciones en grandes cantidades. Entre 1975 y 1991, la empresa adquirió un increíble 43 % de sus acciones a un promedio de 60 dólares por acción. (Véase figura 5.2).

Una empresa también puede decidir devolver dinero a los accionistas aumentando el dividendo. En 1990, al enfrentarse con unas sustanciosas reservas de dinero, The Washington Post Company votó para aumentar el dividendo anual para sus accionistas desde 1,84 a 4,00 dólares, un aumento del 117 %. (Véase figura 5.3.).

---

7. Chalmers M. Roberts, *The Washington Post, The First 100 Years* (Boston: Houghton Mifflin Company, 1977), 449.

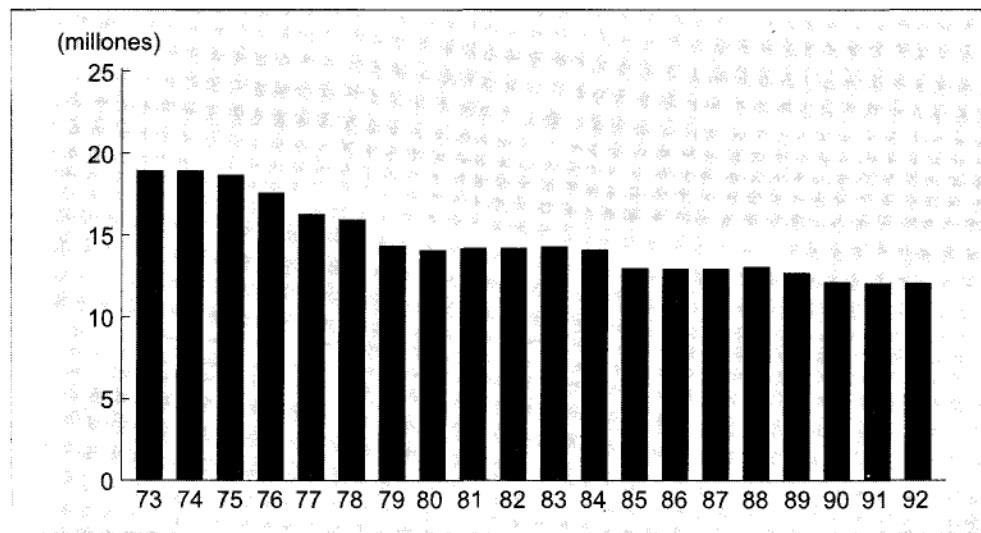


Figura 5.2. Acciones comunes en circulación de The Washington Post Company

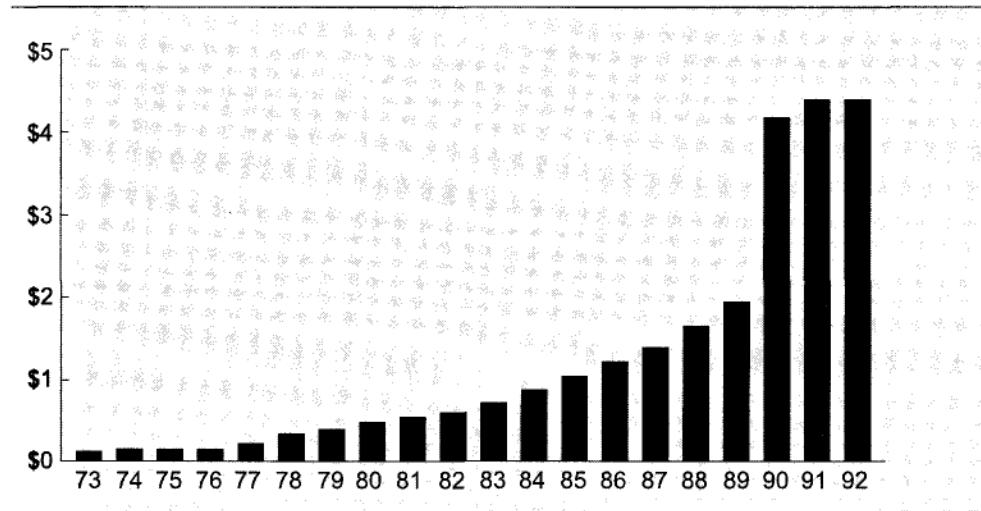


Figura 5.3. El dividendo por acción de The Washington Post Company.

Además de devolver el exceso de dinero a sus propietarios, The Washington Post Company ha realizado varias compras de negocios rentables. En 1986, la empresa adquirió propiedades de cable a Capital Cities, permitiendo de este modo que Cap Cities compraría la ABC Televisión Network. *El Post*, además, fue uno de los primeros inversores en el sector de los telé-

fonos móviles (o celulares). En 1993 la empresa adquirió dos emisoras de televisión en Texas.

El objetivo de Don Graham es desarrollar unos sustanciales flujos de caja con unos costes de inversión favorables. Sabiendo que hay innumerables negocios disponibles para ser adquiridos, Graham ha desarrollado unas directrices concretas que le ayudan a decir «no» a una oportunidad de negocio, lo que él admite que es más importante que decir «sí». Busca un negocio que «tenga barreras competitivas, no requiera amplios desembolsos de capital y tenga un poder de fijación de precios razonable». Además, nos indica: «tenemos una fuerte preferencia por negocios que conocemos» y si hay posibilidad de elección, «es más probable que invirtamos en un puñado de grandes apuestas que no que diseminemos nuestro dinero de inversión por ahí».<sup>8</sup> El enfoque de adquisición de Graham imita la estrategia de Buffett en Berkshire Hathaway.

A principios de los años noventa, la dinámica empresarial de los periódicos sufrió un cambio. En 1990, la recesión que envolvió a la nación fue especialmente brutal en la región Medio-Atlántica. Las ventas y los beneficios del *Washington Post* descendieron de forma notable ese año. Buffett se declaró sorprendido por los efectos negativos que esta temprana recesión tuvieron tanto en el *Buffalo News* como en el *Washington Post*. La pregunta que se hizo a sí mismo fue si este giro descendente era parte de un ciclo económico predecible o representaba un cambio secular más amenazador en el negocio de los periódicos.

Buffett llegó a la conclusión de que los periódicos seguirían siendo unos negocios por encima de la media si se comparaban con el sector norteamericana en general, pero que estaban destinados a volverse menos valiosos de lo que él o cualquier otro analista de los medios había predicho años antes, porque los periódicos habían perdido su flexibilidad para fijar los precios. En años anteriores, cuando la economía se ralentizaba y los anunciantes reducían el gasto, los periódicos podían mantener la rentabilidad subiendo las tarifas por línea. Hoy en día, los periódicos ya no son monopolios. Los anunciantes han encontrado modos más baratos de llegar a sus clientes: televisión por cable, correo directo e inserciones en los periódicos. Los dólares de la publicidad están más ampliamente repartidos y el dominio de los periódicos como vendedores de publicidad ha disminuido.

En 1991, Buffett se convenció de que el cambio en la rentabilidad de los periódicos representaba un cambio secular a largo plazo así como un cambio cíclico temporal. «El hecho es», confesó, «que los periódicos, la televisión y las revistas han empezado a parecerse más a negocios que a franquicias por lo que respecta a su comportamiento económico».<sup>9</sup> Los cambios cíclicos lesionan los beneficios a corto plazo pero no reducen el valor intrínseco de una empresa. Los cambios estructurales reducen los beneficios y también reducen el va-

8. Informe anual de The Washington Post Company 1992, 5.

9. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1991, 8.

lor intrínseco. Sin embargo, el cambio en el valor intrínseco de The Washington Post Company, dijo Buffett, era moderado en comparación con el de otras empresas de medios. Los motivos eran dobles. Primero, la deuda a largo plazo del *Post* de 50 millones de dólares estaba más que equilibrada por sus 400 millones de dólares de sus saldos de tesorería. El *Washington Post* es el único periódico cotizado en bolsa que se encuentra esencialmente libre de deuda. «De resultas de ello», dijo Buffett, «la disminución del valor de sus activos no ha sido acentuada por los efectos del apalancamiento». <sup>10</sup> En segundo lugar, The Washington Post Company ha sido excepcionalmente bien dirigida.

### Dogma: la premisa de un dólar

El objetivo de Buffett es seleccionar empresas en las que cada dólar de beneficio retenido se traduzca en, por lo menos, un dólar de valor de mercado. Esta prueba puede identificar rápidamente a empresas cuyos directivos, con el tiempo, han sido capaces de invertir de forma óptima el capital de sus empresas. Si los beneficios retenidos se invierten en la empresa y producen un rendimiento por encima de la media, la prueba será un incremento proporcionalmente mayor en el valor de mercado de la empresa.

Desde 1973 a 1992, The Washington Post Company ganó 1.755 billones de dólares para sus propietarios. De estos beneficios, la empresa pagó a los accionistas 299 millones de dólares y retuvo 1.456 billones para volverlos a invertir en la empresa. En 1973, el valor total de mercado de WPC era de 80 millones de dólares. Desde esa época, el valor de mercado ha crecido hasta 2,71 billones (véase la tabla 5.1). Durante esos veinte años, por cada dólar que WPC ha retenido, ha creado 1,81 dólares en valor de mercado para sus accionistas.

### Resumen

Buffett nos ha dicho que incluso los periódicos de tercera clase pueden obtener unos beneficios sustanciales. Como sea que el mercado no exige unos altos estándares a un periódico, le corresponde a la dirección imponer los suyos. Y son los altos estándares y cualidades de la dirección los que pueden diferenciar los rendimientos de su negocio cuando se comparan con los del grupo de sus competidores. En 1973, si Buffett hubiera invertido en *Gannett*, *Knight-Ridder*, *New York Times*, o *Times Mirror* los mismos 10 millones que puso en The Washington Post Company, los rendimientos de su inversión hubieran estado por encima de la media (véase la figura 5.4), reflejando la excepcional marcha de los periódicos durante este período. Pero los 200 a 300 millones de dólares extra en valor de mercado que WPC ganó por encima de su grupo de colegas, indica Buffett, «proceden,

10. *Ibid.* 9.

	<b>Beneficio neto</b>	<b>Pago de dividendo</b>	<b>Beneficios retenidos</b>	<b>Valor de mercado</b>
1973	13,3	1,9	11,4	80,8
1974	14,4	2,4	12,0	81,3
1975	12,0	2,4	9,6	100,3
1976	24,5	2,3	22,3	219,8
1977	35,5	3,0	32,5	291,9
1978	49,7	4,8	44,9	369,9
1979	43,0	5,6	37,4	299,3
1980	34,3	6,2	28,1	316,3
1981	32,7	7,0	25,7	441,3
1982	52,4	7,9	44,5	780,8
1983	68,4	9,4	59,0	1.038,0
1984	85,9	11,2	74,7	1.122,6
1985	114,3	12,9	101,4	1.522,6
1986	100,2	14,4	85,8	2.000,9
1987	186,7	16,4	170,3	2.402,0
1988	269,1	20,1	249,0	2.710,9
1989	197,9	23,5	174,4	3.515,1
1990	174,6	48,5	126,1	2.348,5
1991	118,7	49,9	68,8	2.301,3
1992	127,8	49,7	78,1	2.710,6

*Nota:* El total de beneficios retenidos entre 1973 y 1993 es igual a 1.456 millones de dólares. El cambio en valor de mercado de 1973 a 1992 es igual a 2.629,80 millones de dólares. *Por cada dólar de beneficios retenidos se crearon 1,81 dólares de valor de mercado.*

**Tabla 5.1** The Washington Post Company – Cambio en el valor de mercado (cifras en millones de dólares).

en gran medida, de la naturaleza superior de las decisiones de la dirección tomadas por Kay (Katherine Graham) si se comparan con las tomadas por los directivos de la mayoría de las empresas de medios.<sup>11</sup> Katherine Graham tuvo la astucia de adquirir grandes cantidades de acciones de WPC a precios de ganga. También tuvo el valor, dice, de enfrentarse a los sindicatos de trabajadores, reducir los gastos, y aumentar el valor del periódico.

A lo largo de los años, los inversores han demostrado sentido común adquiriendo acciones de The Washington Post Company, empujando el precio de sus títulos más cerca de su valor intrínseco. Berkshire, dice Buffett, recibió un «triple regalo» gracias a su inversión en WPC. Primero, el negocio de los medios ha crecido mucho en los últimos veinte años. En segundo lugar, el descuento sobre el valor intrínseco subyacente de la empresa se ha estrechado. En tercer lugar, el valor de mercado por acción de la empresa ha crecido más rápidamente a causa de las recompras de títulos. En conjunto,

11. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1985, 19.

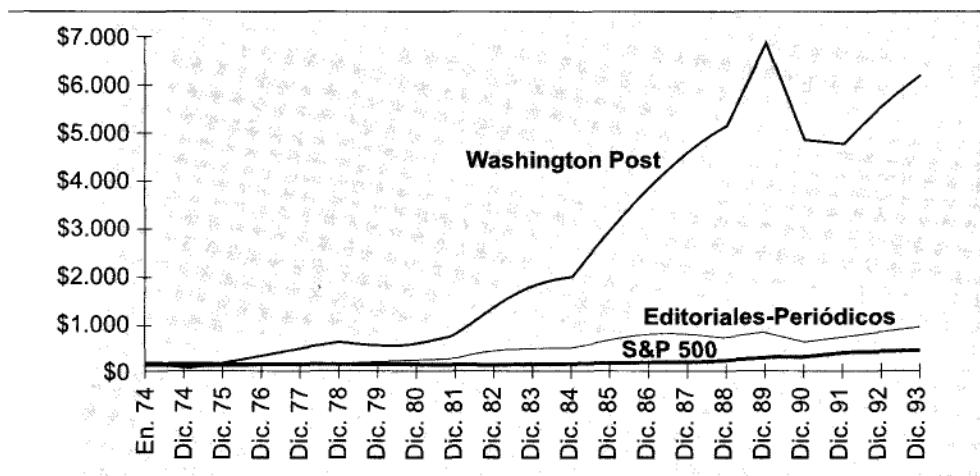


Figura 5.4. Precio de las acciones de The Washington Post Company comparado con los índices S&P 500 y editorial (periódicos).

la subida del precio de los valores ha dejado atrás el incremento del valor intrínseco de la empresa.

En 1985, cuando el valor de mercado de WPC era de 1,5 billones de dólares, Buffett se dio cuenta que el incremento del valor por acción de la empresa no podía igualar sus tasas de crecimiento anteriores. Hoy en día, cuando está cerca de los 3 billones de dólares en valor de mercado, esto es especialmente cierto. Ahora que las empresas de medios están perdiendo sus cualidades, parecidas a las de una franquicia, las decisiones de la dirección deberían distinguir a las empresas que van hacia adelante. Los accionistas del Washington Post tienen suerte de que Katherine Graham haya posicionado la empresa de una manera tan favorable. Prácticamente no tiene deuda y sí todo un historial de controlar los costes vigorosamente. Además, la empresa es consciente respecto al accionista. Estos atributos distinguirán a WPC cuando participe en un entorno de negocio más difícil.

Cuando Capital Cities compró ABC, Buffett se vio obligado a dimitir del consejo de The Washington Post Company. Sin embargo, ocho años más tarde, su influencia está firmemente incrustada en la filosofía de gerente-propietario de la empresa.

## GEICO Corporation

GEICO Corporation es una compañía de seguros cuyos afiliados son aseguradores de responsabilidad frente a terceros excepto de vida, incluyendo accidentes personales, marítimos y a veces incendios y seguros de vivienda y

automóvil. La mayor filial, Government Employees Insurance Company (GEICO), emite pólizas de seguros de automóviles con pasajeros privados de riesgo preferente para empleados del gobierno y personal militar. La empresa también emite otras líneas de seguro como propietarios de casas para solicitantes cualificados. Otra filial, GEICO General Insurance Company, emite pólizas de seguros de automóvil de pasajeros privados para otros solicitantes. Hoy en día, GEICO es el octavo mayor transportista de pasajeros privados de EE UU.

GEICO fue fundada en 1936 por Leo Goodwin, un contable de seguros.<sup>12</sup> La idea de Goodwin era la de formar una empresa que sólo asegurara a conductores de riesgo preferente y vender este seguro directamente por correo. Goodwin había descubierto que los empleados del gobierno, como grupo, tenían menos accidentes que el público en general. También sabía que al vender las pólizas de seguro directamente al conductor, la empresa podía eliminar los gastos generales asociados a los agentes de seguros, que acostumbran a costar entre el 10 y el 25 % de cada dólar de prima. Goodwin pensaba que si aislabía a los conductores cuidadosos y generaba los ahorros de emitir directamente las pólizas de seguro, conseguiría la receta del éxito.

Goodwin invitó en Fort Worth, Texas, a un banquero llamado Cleaves Rhea para que fuera su socio. Goodwin invirtió 25.000 dólares y poseía el 25 % de las acciones. Rhea poseía el 75 % de GEICO al haber invertido 75.000 dólares. En 1978, la empresa se trasladó de Texas a Washington D. C. Ese año, la familia Rhea decidió vender sus acciones en la compañía. Rhea empleó a Lorimer Davidson, un vendedor de bonos de Baltimore, para que le ayudara a disponer de sus acciones. Davidson contrató a David Kreeger, un abogado de Washington D. C., para que le ayudara a encontrar compradores. Fue Kreeger quien contactó con la Graham-Newman Corporation. Ben Graham decidió adquirir la mitad de las acciones de Rhea por 720.000 dólares; la otra mitad de las participaciones de Rhea fue adquirida por Kreeger and Davidson's Baltimore Associates. La Securities and Exchange Commission obligó a Graham-Newman, ya que se trataba de un fondo de inversiones, a limitar sus acciones de GEICO al 10 % de la compañía de seguros. Por ello, Graham tuvo que distribuir los valores de GEICO a los socios del fondo. Años más tarde, cuando GEICO se convirtió en una compañía de un billón de dólares, las acciones personales de Graham pasaron a valer millones.

Lorimer Davidson, por invitación de Goodwin, se unió al equipo directivo de GEICO. En 1958 se convirtió en presidente y dirigió la compañía hasta 1970. Durante este período, el consejo amplió la gama de los seguros de automóvil de GEICO para incluir a trabajadores profesionales, directivos, técnicos y administrativos. El mercado de seguros de GEICO incluía ahora el 50 % de todos los propietarios de automóviles, y había empezado en un

---

12. Carol Loomis, «An Accident Report on GEICO», *Fortune*, Junio de 1976, 120.

15 %. La nueva estrategia fue un éxito. Los beneficios sobre las pólizas de seguros subieron de forma espectacular porque el nuevo grupo asegurado resultó estar compuesto por conductores cuidadosos, igual que los funcionarios.

Estos fueron los años dorados de la compañía. Entre 1960 y 1970, los reguladores de seguros quedaron fascinados por el éxito de GEICO y los accionistas vieron como el precio de sus acciones subía como la espuma. El ratio de prima-reservas subió por encima del 5:1. Este ratio mide el riesgo que una compañía corre (primas suscritas) comparado con su reserva de tenedor-póliza (el capital utilizado para pagar reclamaciones). Es tradicional que este ratio no exceda de 3:1. Como los reguladores de seguros estaban tan impresionados con GEICO, se permitió que la compañía sobrepasara el ratio medio del sector.

A finales de los años sesenta, la suerte de GEICO empezó a disminuir. En 1969, la compañía informó que había subestimado sus reservas para ese año en 10 millones de dólares. En lugar de ganar 2 millones y medio de dólares, la compañía en realidad tuvo una pérdida. El ajuste del resultado se hizo el año siguiente, pero de nuevo la compañía volvió a subestimar las reservas –esta vez en 25 millones de dólares– y por lo tanto el beneficio de 1970 resultó ser una pérdida desastrosa.

Los ingresos que una compañía de seguros recibe de los tenedores de pólizas se llaman primas devengadas. Con estas primas, la compañía promete proporcionar cobertura al conductor del coche durante el año. Los costes de una compañía de seguros incluyen las pérdidas aseguradas, que son las reclamaciones presentadas por el conductor, y los gastos de pérdidas, que son los costes administrativos por solucionar la reclamación. Estos costes totales han de reflejar no sólo los pagos realizados durante el año, sino las estimaciones de las reclamaciones pendientes de pago. Las estimaciones, a su vez, están divididas en dos categorías, «costes y gastos de reclamación», que la compañía piensa pagar durante el año, y las «reservas de ajuste» que se ponen aparte para cubrir las reservas subestimadas procedentes de años anteriores. A causa de los litigios, algunas reclamaciones de seguros no se solucionan durante varios años y es frecuente que involucren pagos sustanciales para gastos legales y médicos. El problema con que se enfrentaba GEICO no era sólo que había emitido pólizas de seguros que generarían grandes pérdidas, sino que sus estimaciones de reservas anteriores también eran inadecuadas.

En 1970, Davidson se retiró y fue reemplazado por David Kreeger, el abogado de Washington. La dirección de la compañía recayó en Norman Gidlen, que hacía de presidente y de director general. Lo que sucedió a continuación sugiere que GEICO estaba intentando salir del lío de sus reservas, creado en 1969 y 1970. Entre 1970 y 1974, el número de nuevas pólizas de automóviles creció a un ritmo anual del 11 % cuando en el período entre 1965 y 1970, había sido de una media del 7 %. Además, en 1972, la compañía se embarcó en un caro y ambicioso programa de descentralización

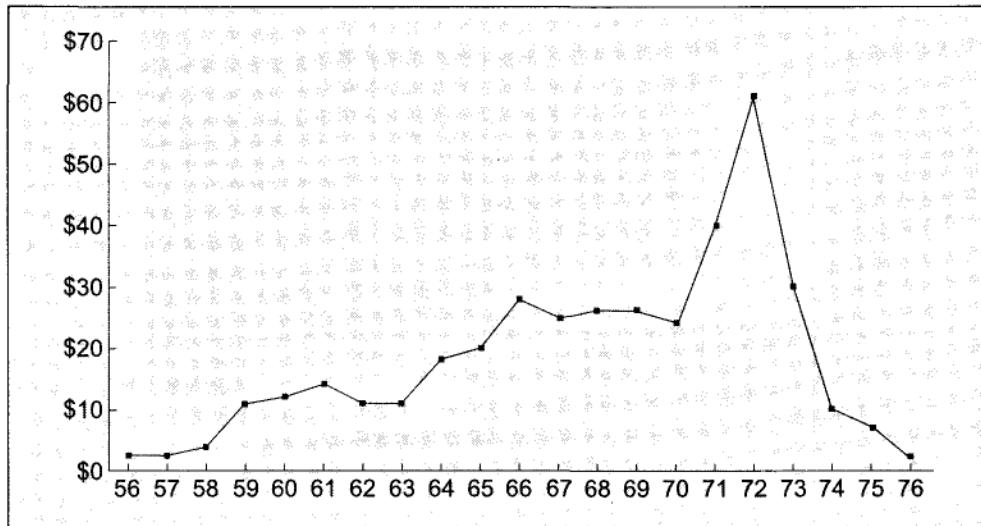
que exigía realizar unas inversiones significativas en inmuebles, equipos informáticos y personal.

En 1973, la compañía, que se enfrentaba a una competencia muy dura, rebajó sus estándares de selección de clientes y amplió su cuota de mercado. Ahora los conductores de automóviles de GEICO, por primera vez, incluían a trabajadores no especializados y conductores menores de veintiún años; dos grupos con unos historiales de conducción muy diversos. Los dos cambios estratégicos, el plan de expansión corporativa y el plan para asegurar a un mayor número de conductores, sucedieron simultáneamente con la eliminación, en 1973, del control de precios. Muy pronto, los costes de atención médica y de reparación de automóviles se dispararon.

En GEICO las pérdidas resultantes de la suscripción de pólizas empezaron a aparecer en el cuarto trimestre de 1974. Ese año, la compañía informó de 6 millones de dólares de pérdidas sobre las pólizas de seguros, su primera pérdida de esta clase en veintiocho años. Es sorprendente, pero el ratio de la prima con la reserva fue, ese año, del 5:1. La compañía, sin embargo, siguió persiguiendo el crecimiento y en el segundo trimestre de 1975, GEICO informó sobre más pérdidas y anunció que se eliminaba el dividendo de la compañía de 0,80 dólares. Gidden empleó a la firma de asesores Milliman & Robertson para que recomendara la forma en que GEICO podía dar la vuelta a su desviación. Los resultados del estudio no fueron nada alentadores. A la compañía, dijeron, le faltaban reservas de entre 35 y 70 millones de dólares y necesitaría una inyección de capital para seguir siendo viable. El consejo aceptó el estudio de Milliman & Robertson y lo anunció a sus accionistas. Además, el consejo hizo la proyección de la pérdida sobre pólizas para 1975: se acercaría a unos asombrosos 140 millones de dólares (el resultado real fue de 126 millones de dólares). Los accionistas y los reguladores de seguros quedaron mudos de asombro.

En 1972, el precio de las acciones de GEICO alcanzó el punto más alto de todos los tiempos, 61 dólares por acción (véase la figura 5.5). En 1973, el precio de las acciones se redujo a la mitad, y en 1974 bajó aún más, a 10 dólares cada una. En 1975, cuando el consejo anunció las pérdidas proyectadas, las acciones cayeron a 7 dólares cada una. Varios accionistas, acusando de fraude, iniciaron pleitos contra la compañía. Los ejecutivos de GEICO culparon a la inflación y a los exagerados costes médicos y legales de los infortunios de la compañía. Pero todos los aseguradores se enfrentaban a estos problemas. El problema de GEICO es que se había apartado de su exitosa tradición de asegurar sólo a los conductores cuidadosos, sus anteriores asunciones de pérdidas eran desgraciadamente inadecuadas para cubrir las nuevas y más frecuentes reclamaciones. En una época en que la compañía estaba subestimando sus pérdidas aseguradas, estaba simultáneamente aumentando los gastos fijos.

En la reunión anual de marzo de 1976 de GEICO, Gidden confesó que otro presidente podía haber manejado mejor los problemas de la compañía.



**Figura 5.5.** El ascenso y la caída del precio de las acciones de GEICO, 1956-1976.

Anunció que el consejo de administración de la misma había nombrado un comité para buscar un nuevo director. Sin embargo, el precio de las acciones de GEICO seguía debilitándose. Ahora era de 5 dólares por acción y con tendencia a seguir bajando.<sup>13</sup>

Después de la reunión anual de 1976, GEICO anunció que John J. Byrne, un ejecutivo de marketing de la Traveler's Corporation, de cuarenta y tres años de edad, sería su nuevo presidente. Poco después del nombramiento de Byrne, la compañía anunció la oferta de 76 millones de dólares en acciones preferentes para reforzar su capital. Los accionistas habían perdido la esperanza y el precio de las acciones bajó a 2 dólares cada una. Durante este período, Buffett, callada y tenazmente fue adquiriendo acciones de GEICO. Cuando la compañía se encontraba al borde de la quiebra, invirtió 4,1 millones de dólares en ella, reuniendo 1.294.308 acciones a un precio medio por acción de 3,18 dólares.

### Dogma: sencillo y comprensible

Cuando Buffett asistía a la Universidad de Columbia en 1950, se dio cuen-

13. A pesar de que el mercado a la baja de 1973-1974 puede haber contribuido a parte de la caída anterior de GEICO, su declive en 1975 y 1976 fue todo culpa suya. En 1975, el Standard & Poor's 500 Index empezó a 70,23 y terminó el año a 90,9. El año siguiente, la bolsa subió. En 1976, la bolsa también subió y los tipos de interés cayeron. El declive del precio de las acciones de GEICO no tuvo nada que ver con los mercados financieros.

ta de que su profesor, Ben Graham, era director de GEICO. Su curiosidad se sintió estimulada y un fin de semana Buffett fue a Washington D. C. para visitar la compañía. Un sábado, llamó a la puerta de la empresa y un ordenanza le dejó pasar y le condujo hacia el único ejecutivo que se encontraba ese día en la oficina, Lorimer Davidson. Buffett tenía muchas preguntas y Davidson pasó las cinco horas siguientes hablándole a Buffett de las distinciones de GEICO. Philip Fisher hubiera quedado impresionado.

Más tarde, cuando Buffett volvió a Omaha y a la firma de correduría de su padre, recomendó la compra de GEICO a los clientes de la empresa. Él mismo invirtió 10.000 dólares, aproximadamente dos tercios de su patrimonio neto, en acciones de GEICO. Incluso los agentes de seguros de Omaha se quejaron a Howard Buffett de que su hijo estaba promocionando una compañía de seguros «sin agentes». Frustrado, Buffett vendió sus acciones de GEICO un año más tarde, con un 50 % de beneficio y no volvió a adquirir acciones de la compañía hasta 1976.

Buffett, impertérrito, siguió recomendando acciones de seguros a sus clientes. Adquirió Kansas City Life a tres veces sus beneficios. En la cartera de valores de Berkshire Hathaway tenía la Massachusetts Indemnity & Life Insurance Company, y en 1967 adquirió intereses mayoritarios en National Indemnity. Durante los diez años siguientes, Jack Ringwall formó a Buffett respecto a la mecánica de llevar una compañía de seguros. Esta experiencia, más que cualquier otra, ayudó a Buffett a comprender la forma en que una compañía de seguros hace dinero. También, a pesar de la inestable situación financiera de GEICO, le dio a Buffett la confianza necesaria para adquirir la compañía.

Además de la inversión de Berkshire de 4,1 millones de dólares en acciones ordinarias, Buffett también invirtió 19,4 millones de dólares en una emisión de acciones preferentes convertibles, que aportó capital adicional a la empresa. Dos años más tarde, Berkshire convirtió estas acciones preferentes en ordinarias, y en 1980 invirtió otros 19 millones de dólares de Berkshire en la compañía. Entre 1976 y 1980, Berkshire invirtió un total de 47 millones de dólares, adquiriendo 7,2 millones de acciones de GEICO a un precio promedio de 6,67 dólares por acción. Berkshire poseía ahora el 33 % de la compañía. En 1980, la inversión de Berkshire se había apreciado un 123 %. Estaba valorada entonces en 105 millones de dólares y se convirtió en la mayor participación de Buffett.

### **Dogma: un historial consistente de funcionamiento**

Según la primera reacción, podríamos asumir que Buffett había violado su dogma de lógica y coherencia. Está claro que las operaciones de GEICO en 1975 y 1976 fueron todo menos lógicas. Cuando Byrne se convirtió en presidente de GEICO, su trabajo era dar la vuelta a la compañía, y «los giros», había dicho Buffett, pocas veces giran. Así pues, ¿cómo podemos explicar la compra de GEICO por Berkshire?

En primer lugar, parece que se trata de una excepción. Byrne consiguió dar la vuelta con éxito a la compañía y la colocó en una posición en la que podía volver a competir por los seguros. Pero lo que es más importante, dijo Buffet, GEICO no se encontraba en un estado terminal, sólo estaba herida. Su fortaleza de proporcionar un seguro de bajo coste sin agentes seguía intacta. Además, en el mercado, seguían existiendo conductores seguros que podían ser asegurados a unas tarifas que proporcionarían beneficios a la compañía. Por lo que respecta a los precios, GEICO siempre ganaría a sus competidores. Durante décadas, GEICO había generado unos beneficios sustanciales para sus propietarios, capitalizando su poder competitivo. Este poder o poderes, dijo Buffet, seguían en su sitio. Los problemas de GEICO en los años setenta no tenían nada que ver con una disminución de su potencial. Lo que sucedió es que la compañía, por culpa de problemas financieros y de explotación, se apartó de su propósito y se despistó. Incluso sin ningún patrimonio neto, GEICO seguía valiendo un montón de dinero porque sus potencialidades estaban intactas.

#### *Dogma: perspectivas favorables a largo plazo*

A pesar de que el seguro de automóvil es un producto de consumo, Buffet dice que un negocio de bienes de consumo puede hacer dinero si tiene una ventaja de coste que es a la vez amplia y sostenible. Esta descripción encaja adecuadamente con GEICO. También sabemos que la dirección en un negocio de bienes de consumo es una variable crucial. El liderazgo de GEICO, desde que Berkshire la adquirió, ha demostrado que tiene, también, una ventaja competitiva.

#### *Dogma: franqueza*

Cuando John (Jack) Byrne se hizo cargo de GEICO en 1976, convenció tanto a los reguladores de seguros como a los competidores de que si GEICO quebraba, sería malo para todo el sector. Su plan para rescatar a la compañía incluía conseguir capital, obtener un tratado de reaseguro con otras compañías para reasegurar una parte de los negocios de GEICO y recortar drásticamente los costes. La operación «Bootstrap», como Byrne la denominó, era el plan de batalla destinado a devolver la rentabilidad a la compañía.

Durante su primer año, Byrne cerró 100 oficinas, redujo los empleados de 7.000 a 4.000 y devolvió su permiso para vender seguros tanto en Nueva Jersey como en Massachusetts. Byrne les dijo a los reguladores de Nueva Jersey que no renovaría 250.000 pólizas dentro del estado, lo que le estaba costando a la compañía 30 millones de dólares al año. A continuación, abandonó los sistemas informatizados que permitían a los tenedores de pólizas renovar sus seguros sin presentar información actualizada. Cuando Byrne solicitó esta

nueva información descubrió que la compañía estaba poniendo un precio demasiado bajo al 9 % de sus renovaciones de pólizas. Cuando GEICO volvió a poner precio a estas pólizas, 400.000 asegurados decidieron cancelar su seguro. En conjunto, las acciones de Byrne redujeron el número de asegurados de 1,7 millones a 1,5 millones, y la compañía pasó de ser la octava mayor aseguradora de la nación en 1975, a la número treinta y uno un año más tarde. A pesar de esta reducción, GEICO, después de haber perdido 126 millones de dólares en 1976, obtuvo unos impresionantes beneficios de 58,6 millones sobre unos ingresos de 463 millones de dólares en 1977, el primer año completo de responsabilidad de Byrne.

Queda claro que la espectacular recuperación de GEICO fue obra de Byrne, y su firme y constante disciplina sobre los gastos generales mantuvo la recuperación de GEICO durante años. Byrne les dijo a los accionistas que la compañía tenía que volver a su primer principio de ser el proveedor de seguros de bajo coste. Sus informes relataban detalladamente la forma en que la compañía reducía sus gastos continuamente. Incluso en 1981, cuando GEICO era el séptimo mayor emisor de seguros de automóvil, Byrne compartía su secretaría con otros dos ejecutivos. Presumía de la forma en que la compañía atendía 378 pólizas por cada empleado de GEICO, en lugar de las 250 pólizas por empleado en los años anteriores. Durante los años del cambio, siempre fue un gran motivador. «Byrne», dijo Buffett, «es como el que tiene una granja de gallinas y coloca un huevo de avestruz en el gallinero y dice, «señoras, esto es lo que está haciendo la competencia».<sup>14</sup>

Con los años, Byrne ha informado felizmente de los estupendos progresos de GEICO; había sido igual de franco con sus accionistas cuando las noticias eran malas. En 1985, la compañía tropezó temporalmente cuando tuvo pérdidas sobre las pólizas. Al describir el informe de la empresa del primer trimestre a los accionistas, Byrne «comparó el problema de la compañía con el de aquel piloto de avión que les dijo a los pasajeros: "la mala noticia es que estamos perdidos, pero la buena es que vamos muy bien de tiempo"».<sup>15</sup> La compañía recobró su equilibrio rápidamente y al año siguiente presentó unos resultados rentables sobre las pólizas. Pero, lo que es igual de importante, la compañía se ganó la reputación de ser sincera con sus accionistas.

A pesar de que Jack Byrne dimitió de GEICO en 1986 para encabezar la Fideman's Fund, la reputación de la compañía de informar con sinceridad sigue existiendo hoy en día. En 1991, la compañía ganó el premio del *Washington Post* «Tell It Like It Is» (Dilo tal como es). «De nuevo», escribió el *Post*, «el presidente Bill Snyder y el vicepresidente Lou Simpson han proporcionado a los accionistas una visión sin maquillajes de los altos y bajos de la compañía».<sup>16</sup>

14. Beth Brophy, «After the Fall and Rise», *Forbes*, 2 de febrero de 1981, 86.

15. Lynn Dodds, «Handling the Naysayers», *Financial World*, 17 de agosto de 1985, 42.

16. Stan Hinden, «Annual Reports: Standing Out in a Crowded Field», *The Washington Post*, 29 de abril de 1991.

### Dogma: el imperativo institucional

Las compañías de seguros pueden obtener beneficios de dos formas: (1) obteniendo un beneficio sobre las pólizas de seguros que emiten, y (2) invirtiendo inteligentemente el dinero de las primas que pagan los asegurados. Como regla general, los beneficios sobre las pólizas son pequeños comparados con los beneficios generados por las inversiones. Tanto, que cuando los mercados financieros ofrecen altos rendimientos, las compañías de seguros llegan a vender pólizas perdiendo dinero para recoger más dinero de las primas para invertir. El jefe del departamento de inversiones es responsable de una parte significativa de los beneficios de la compañía.

Louis Simpson, co-director general de GEICO, es responsable de las operaciones de inversión de la compañía, incluyendo su fondo común de inversiones. Simpson se graduó con una licenciatura de economía en Princeton. Después de un breve período como profesor en su *alma mater*, aceptó un puesto en la empresa de inversiones de Stein Roe & Farnham. En 1969, entró en Western Asset Management, donde se convirtió en presidente y director general antes de entrar en GEICO en 1979. Cuando Buffett, junto con Jack Byrne, entrevistó a Simpson, recuerda su actitud independiente. «Tiene el temperamento ideal para invertir», dice Buffett. «No obtiene ningún placer en especial al operar con o en contra de la masa. Se encuentra cómodo siguiendo su propio razonamiento».<sup>17</sup> Buffett supo instintivamente que Simpson tenía las características necesarias para resistir al imperativo institucional y evitar la imitación inconsciente.

La buena disposición para actuar y pensar de forma independiente se encuentra en las directrices de inversión que Simpson desarrolló para GEICO.<sup>18</sup> La primera directriz es «pensar de forma independiente». Simpson es escéptico respecto a la sabiduría convencional de Wall Street. En lugar de ello, él busca la suya propia. Como Buffett, es un lector voraz de los periódicos diarios, las revistas y los informes anuales. Cree que después de recibir el entrenamiento financiero básico, el trabajo más importante de un director de inversiones es seguir leyendo y leyendo hasta que se materializa una idea. Simpson está constantemente a la búsqueda de buenas ideas pero se resiste a las sugerencias declaradas de la mayoría de analistas de inversiones. «Lou es una persona callada. En este mundo moderno, toda la gente prefiere hablar por teléfono antes que hacer el trabajo básico. Lou hace el trabajo básico», dijo un antiguo director de GEICO.<sup>19</sup>

La segunda directriz de GEICO es «invertir en negocios de alto rendimiento que funcionan para los accionistas». Simpson busca empresas con una ren-

17. Solveig Jansson, «GEICO Sticks to Its Last», *Institutional Investor*, julio de 1986, 130.

18. Informe Anual de GEICO de 1991, 5.

19. David Vise, «GEICO's Top Market Strategist Churning Out Profits», *The Washington Post*, 11 de mayo de 1987.

tabilidad por encima de la media que sea sostenible. Luego se entrevista con la dirección de la empresa para averiguar si sus prioridades son aumentar al máximo el valor del accionista o expansionar los imperios corporativos. Simpson busca directivos que tengan una inversión significativa en su propia empresa y que sean honrados y directos en sus tratos con los propietarios de la empresa, y que les traten como socios. Por último, indaga sobre la buena disposición de la dirección para enajenar los negocios no rentables y utilizar el exceso de dinero para volver a adquirir acciones para los propietarios.<sup>20</sup>

La tercera directriz de GEICO es «pagar sólo un precio razonable, incluso cuando se trata de un negocio excelente». Simpson es un inversor muy paciente. Está dispuesto a esperar hasta que el precio del negocio se vuelve atractivo. El mayor negocio del mundo, confiesa Simpson, es una mala inversión si el precio es demasiado alto. La cuarta directriz es «invertir a largo plazo». Simpson no presta atención al mercado de valores y nunca intenta predecir los movimientos a corto plazo del mercado. «De muchas maneras», escribe, «la bolsa es igual que el tiempo ya que si no te gustan las condiciones actuales, lo único que has de hacer es esperar un poco».<sup>21</sup>

La última directriz de GEICO es «no diversifiques excesivamente». Simpson opina que una cartera ampliamente diversificada sólo proporcionará unos resultados mediocres. Él admite que sus charlas con Buffett le ayudaron a cristalizar su pensamiento sobre este tema. La tendencia de Simpson es concentrarse en sus participaciones en acciones. En 1991, la cartera de acciones de GEICO de 800 millones de dólares contenía ocho valores.

A partir de 1979, cuando Simpson asumió el control, hasta 1989, la cartera de valores generó una tasa anual compuesta media de rendimientos del 26,1%; comparada con el 17,4% del Standard & Poor's 500. Desde 1990, la cartera de valores de GEICO se ha apreciado a una tasa anual del 16,5%, mientras que el S&P 500 ha crecido al 10,8%. A lo largo de los años, Simpson ha dirigido la cartera de inversiones de GEICO lejos de los bonos basura y de las posesiones arriesgadas de inmuebles. Mientras que otros encargados de inversiones de seguros se rendían al imperativo institucional y arriesgaban el patrimonio neto de sus empresas, Simpson, invirtiendo de forma conservadora, ha producido unos rendimientos por encima de la media para los accionistas de GEICO. «Louis Simpson», proclama Buffett, «es el mejor director de inversiones en el negocio del seguro.»<sup>21</sup>

### Dogma: racionalidad

A lo largo de los años, Jack Byrne, su sucesor Bill Snyder y Lou Simpson han demostrado una conducta racional al gestionar los activos de GEICO.

20. Informe Anual de GEICO de 1990, 5.

21. Cartas a los Accionistas de Berkshire Hathaway, 1977-1983, 58.

Después de que Byrne se hiciera cargo tras la debacle de GEICO, posicionó a la compañía para un crecimiento controlado. Era más rentable, pensaba Byrne, crecer a un ritmo más lento que permitiera a la compañía controlar cuidadosamente sus pérdidas y gastos, que crecer el doble de rápido si eso significaba perder el control financiero. Desde entonces GEICO ha obtenido continuamente beneficios sobre las pólizas para sus accionistas.

De hecho, los logros inversores de Simpson han proporcionado más excedente de capital de lo que se necesitaba para cubrir las pérdidas estimadas. En resumidas cuentas, el capital de la compañía se ha estado acumulando más rápidamente de lo que podía utilizarse en el negocio. Un buen indicador de la capacidad de la dirección para tomar decisiones racionales, así como su lealtad con los accionistas, es la buena disposición para utilizar el dinero para incrementar el dividendo o para recomprar acciones en lugar de expansionar el imperio corporativo, sin necesidad alguna.

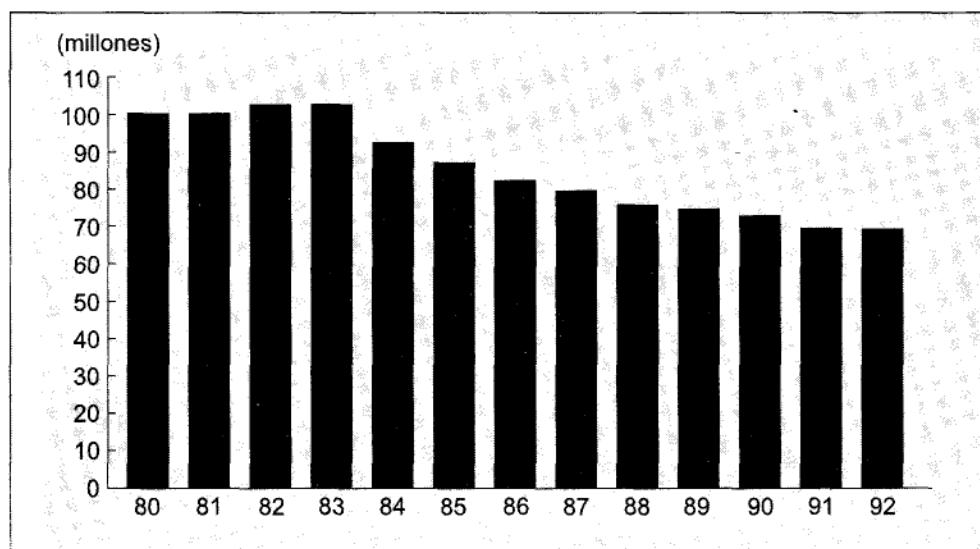


Figura 5.6. Acciones ordinarias de GEICO en circulación.

En 1983, la compañía fue incapaz de invertir su dinero de una manera rentable y decidió devolver el dinero a sus accionistas ofreciéndoles recomprar acciones. «O bien nuestros estándares son demasiado altos o el precio que estamos dispuestos a pagar (por las adquisiciones) es demasiado bajo», dijo Louis Simpson.<sup>22</sup> Desde 1983, GEICO ha recomprado, sobre una base de fraccionamiento posterior, 30 millones de acciones, reduciendo el total

22. «Why GEICO Is Acquiring More of Itself», *Business Week*, 12 de septiembre de 1983, 45.

de acciones ordinarias en circulación de la compañía en un 30 % (véase figura 5.6).<sup>23</sup>

Además de recomprar valores, GEICO ha aumentado generosamente el dividendo que paga a sus accionistas. En 1980, el dividendo de la compañía, ajustado a la división, era de 0,09 dólares por acción (véase la figura 5.7). En 1992, el dividendo pagado fue de 0,60 por acción. Desde 1980, GEICO ha aumentado su dividendo a los accionistas a una tasa anual del 21 %.

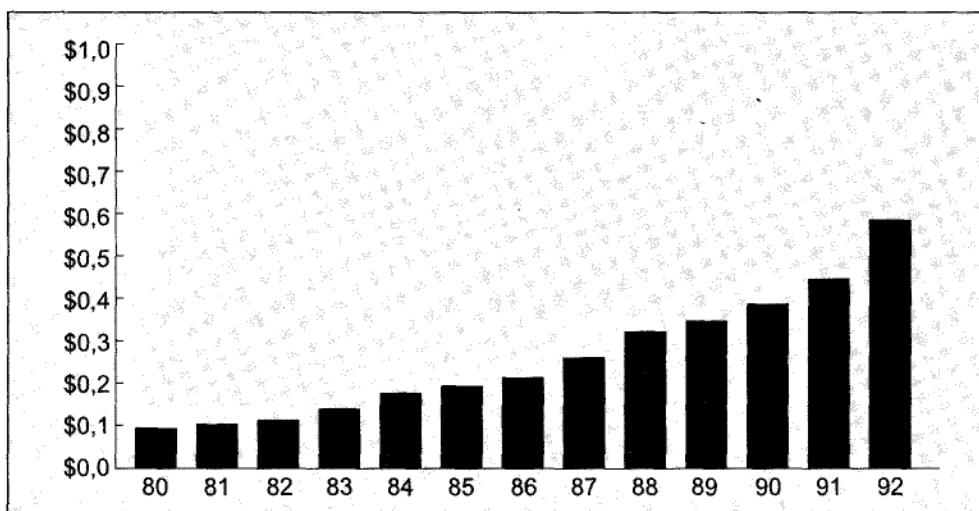


Figura 5.7. Dividendo por acción de GEICO.

### Dogma: rentabilidad del capital

La rentabilidad del capital de GEICO, desde 1982, ha sido de una media del 21,2 %, el doble de la media del sector. A principios de los años noventa, la rentabilidad del capital descendió porque el capital creció más deprisa que sus beneficios. De ahí, parte de la lógica financiera de pagar dividendos

23. La recompra de sus propias acciones no fue únicamente una estrategia racional para GEICO sino también una bonanza financiera para Berkshire Hathaway. Como Berkshire poseía un tercio de las acciones en circulación, Buffett estuvo de acuerdo en ofrecer una acción por cada dos acciones. Al mantener su participación de un tercio de la empresa, Berkshire tenía derecho a un tratamiento especial en cuanto a los impuestos. Según la sección 302 del Código de Impuestos, como el porcentaje de propiedad de Berkshire no cambiaba, los resultados de la compra fueron tratados como dividendos, no una ganancia de capital. Por lo tanto, los 18,6 millones de dólares de beneficio de Berkshire sobre las acciones de GEICO tenían derecho a una deducción fiscal del 85 % sobre los dividendos, y por lo tanto reducían su tasa de impuestos de manera efectiva a un 6,9 % en lugar del 28 % para los beneficios de capital.

crecientes y recomprar los valores para reducir el capital y mantener un rendimiento aceptable sobre él mismo.

A pesar del reciente descenso, la rentabilidad del capital de GEICO ha sido continuamente superior a la de otras compañías de seguros. En 1980, era del 30,8 %, casi el doble de la media del grupo de colegas. A pesar de que el rendimiento del capital bajó en 1984 y en 1988, GEICO siguió superando la media del sector. En 1992, el rendimiento del capital de GEICO cayó hasta el 14,0 %, y mucha culpa de ello puede atribuirse a los desastres naturales que sacudieron ese año al país, incluyendo el huracán Andrew.

### **Dogma: márgenes de beneficio**

Los inversores pueden comparar la rentabilidad de las compañías de seguros de formas diferentes. Los márgenes antes de impuestos son uno de los mejores indicadores. A lo largo de un período de diez años, la media de los márgenes antes de impuestos de GEICO ha sido la más coherente (con la menor desviación del estándar) entre las de cualquier grupo de empresas similar.

GEICO presta una atención meticolosa a todos sus gastos, y sigue muy de cerca la pista a los gastos asociados con la liquidación y ajuste de las reclamaciones de seguros. Los gastos generales de GEICO son de una media del 15 % sobre las primas, la mitad de la media del sector (véase la tabla A.19 del Apéndice). Este bajo ratio refleja parcialmente el coste de los agentes de seguros que GEICO no ha de pagar.

La razón combinada de los gastos generales y pérdidas sobre pólizas de GEICO (ver la tabla A.20 del Apéndice) ha sido manifiestamente superior a la media del sector. Desde 1977 a 1992, la media del sector sólo ha superado a la razón combinada de GEICO una sola vez, en 1977. Desde entonces el coeficiente combinado de GEICO ha sido de un promedio de 97,1 %, más de diez puntos porcentuales mejor que la media del sector. GEICO sólo ha mostrado dos veces la pérdida sobre las pólizas, una vez en 1985 y de nuevo en 1992. La pérdida sobre las pólizas o de reaseguro de 1992 fue acentuada por el número inusual de desastres naturales que sufrió el país ese año. Sin el huracán Andrew y otras grandes tormentas, el ratio combinado de GEICO hubiera sido bajo, del 93,8 %.

### **Dogma: determinar el valor**

Cuando Buffett empezó a comprar GEICO, la compañía estaba cerca de la quiebra. Pero dice que GEICO valía una suma sustancial, incluso con un patrimonio neto negativo, a causa de la franquicia de seguros de la compañía. En 1976, incluso, la compañía como no tenía beneficios desafiaba una determinación matemática de valor tal como la definía John Burr Williams. Este último postulaba que el valor de un negocio viene determinado por los flujos de caja netos que espera que se den durante la vida de un negocio des-

contados a la tasa apropiada. Buffett estaba seguro de que la compañía sobreviviría y ganaría dinero en el futuro.) Cuánto y cuándo, quedaba abierto a la especulación.

En 1980, Berkshire Hathaway poseía un tercio de GEICO, ya que había invertido 47 millones de dólares. Ese año, el valor total de mercado de GEICO era de 296 millones. Incluso entonces, Buffett estimaba que la compañía poseía un margen de seguridad significativo. En 1980, la compañía ganó 60 millones de dólares con 705 millones de dólares de ingresos. La parte de Berkshire de los beneficios de GEICO fue de 20 millones. Según Buffett, «comprar unos beneficios similares de 20 millones de dólares en un negocio con unas características económicas de primera clase y unas perspectivas brillantes, costaría un mínimo de 200 millones de dólares»; y más si la adquisición fuera de una participación con control en una compañía.<sup>24</sup>

Incluso en este caso, la asunción de Buffett de los 200 millones de dólares es realista, según la teoría de Williams. Si asumimos que GEICO podría sostener sus 60 millones de dólares de beneficios sin la ayuda de capital adicional alguno, el valor presente de GEICO, descontado a la tasa para un bono del gobierno de EE UU de treinta años del 12 % que era la de entonces, hubiera sido de 500 millones de dólares; casi el doble del valor de mercado de GEICO en 1980. Si la compañía pudiera hacer crecer esta rentabilidad económica a un 2 % real, o a un 15 % antes de la inflación actual, el valor de GEICO en este momento se incrementaría a 600 millones de dólares, y la parte de Berkshire sería igual a 200 millones de dólares. En otras palabras, en 1980 el valor de mercado de las acciones de GEICO era menos de la mitad del valor actualizado de su rentabilidad económica.

### *Dogma: la premisa de un dólar*

Desde 1980, el valor de mercado de GEICO ha crecido de 296 millones de dólares a 4,6 billones en 1992 (véase la tabla 5.2); un incremento de 4,3 billones de dólares. Durante estos trece años, GEICO ganó 1,7 billones de dólares. Pagó a sus accionistas, en dividendos de acciones ordinarias, 280 millones de dólares y retuvo 1,4 billones para reinversiones. Así pues, por cada dólar retenido, GEICO creó 3,12 dólares en valor de mercado para sus accionistas. Este logro financiero demuestra no sólo la dirección y el marketing de nicho superiores de GEICO, sino su capacidad para reinvertir el dinero de los accionistas a unas tasas óptimas.

Otra prueba de la superioridad de GEICO: un dólar de inversión en GEICO en 1980, excluyendo los dividendos, aumentó hasta 27,89 dólares en 1992. Ésta es una tasa anual compuesta de rendimiento del 29,2 % real-

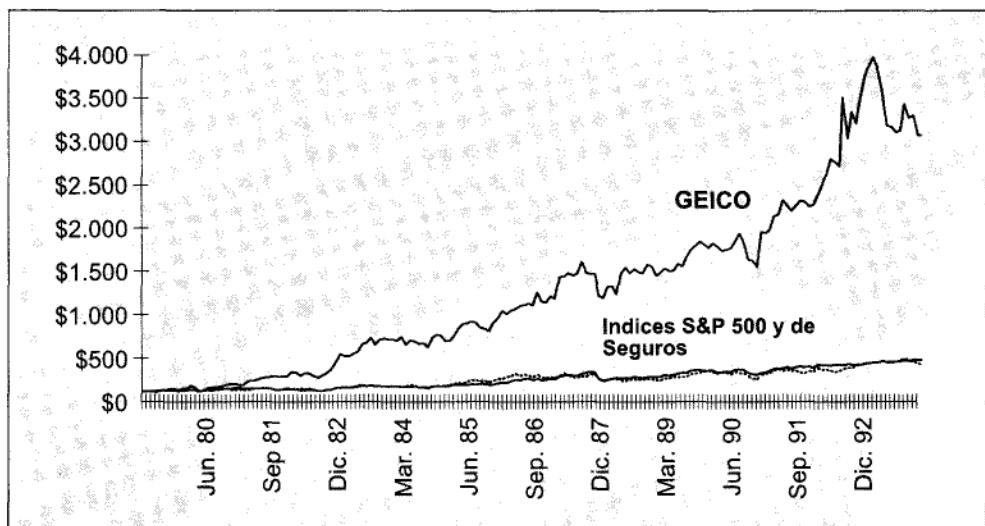
24. Cartas a los Accionistas de Berkshire Hathaway, 1977-1983, 33.

	<b>Beneficio neto</b>	<b>Pago de dividendo</b>	<b>Beneficios retenidos</b>	<b>Valor de mercado</b>
1980	59,6	9,7	49,9	296,3
1981	64,4	10,3	54,1	559,0
1982	77,5	11,3	66,2	879,7
1983	94,8	15,0	79,8	1.185,3
1984	100,4	17,1	83,3	1.088,4
1985	77,6	18,2	59,4	1.539,6
1986	119,3	18,5	100,8	1.646,5
1987	150,2	22,4	127,8	1.790,0
1988	134,4	25,7	108,7	1.914,6
1989	213,1	27,5	185,6	2.314,3
1990	208,4	30,1	178,3	2.407,7
1991	196,4	32,6	163,8	2.827,6
1992	172,7	42,4	130,3	4.627,0

*Nota:* El total de beneficios retenidos de 1980 a 1992 es igual a 1.388 millones de dólares. El cambio en valor de mercado de 1980 a 1992 es igual a 4.331 millones de dólares. *Por cada dólar de beneficios retenidos se crearon 3,12 dólares de valor de mercado.*

**Tabla 5.2** GEICO Corporation – Cambio en el valor de mercado. (Cifras en millones de dólares).

mente sorprendente, y mucho mayor que la media del sector del 8,9 % y el Standard & Poor's 500 durante el mismo período (véase la figura 5.8).



**Figura 5.8.** Precio de las acciones ordinarias de GEICO comparadas con los índices S&P 500 y del sector de seguros.

## Resumen

Recientemente, Bill Snyder, que sustituyó a Jack Byrne como presidente y director general de GEICO en 1986, anunció que iba a retirarse un año más pronto de lo esperado. Él y Byrne, juntos, habían decidido constituir una nueva compañía de seguros. Están comprando a GEICO dos negocios de seguros: Merastar Insurance Company de Chattanooga, Tennessee, y Southern Heritage Insurance Company en Atlanta, Georgia. Los ingresos combinados por primas de estas compañías ascendían a 38 millones de dólares. GEICO anunció que Tony Nicely y Louis Simpson serían los co-directores generales de la compañía. Nicely gestionaría las operaciones de seguros y Simpson seguiría siendo jefe de las inversiones.

La franquicia de GEICO de vender de forma rentable seguros de bajo coste y sin agentes sigue instalada firmemente. La dedicación de la compañía al control de los gastos está incrustada en la cultura corporativa. El sobresaliente historial de Simpson implica que la cartera de inversiones de GEICO está bien posicionada, y la compañía se ha ganado la reputación de tratar bien a los accionistas. Estos puntos fuertes combinados hicieron que *Forbes* anunciara, en su «Informe Anual sobre el sector Norteamericana», que GEICO es la compañía de seguros del futuro.<sup>25</sup>

El voto de Buffett también está incluido. A lo largo de los años, la posición de Berkshire en GEICO ha aumentado de forma continua. Hoy en día, Berkshire es propietaria del 48 % de la empresa.

## Capital Cities/ABC

Capital Cities/ABC (Cap Cities) es un negocio de medios de comunicación de 11 billones de dólares, que posee y dirige una cadena de radio y televisión, emisoras de radio y televisión, y produce videos para programación por cable. Además, la compañía edita periódicos, guías de compras, y varias revistas de negocios y especializadas, publicaciones periódicas y libros.

Cap Cities dirige la ABC Television Network, que tiene 228 emisoras de televisión afiliadas que llegan al 99,9 % de todos los hogares de EE UU que tienen televisión, y la ABC Radio Networks, que atiende aproximadamente a 3.175 afiliados radiofónicos. Cap Cities paga la producción o la compra de los derechos de difusión de los programas de su cadena y también paga a emisoras afiliadas de radio y televisión para que transmitan sus programas, incluyendo anuncios comerciales. Los ingresos proceden de la venta a los anunciantes del tiempo para los anuncios comerciales en los programas de la cadena.

Cap Cities posee ocho emisoras de televisión, nueve emisoras de radio de

25. «Annual Report on American Industry», *Forbes*, 8 de enero de 1990, 119.

AM y ocho de FM. Todas las emisoras de televisión de la compañía están afiliadas a la ABC Television Network, y catorce de las diecisiete emisoras de radio de la compañía están afiliadas a la ABC Radio Network. La empresa de vídeo de la compañía está activamente involucrada en la producción y el suministro de programación por cable. Cap Cities posee el 80 % de ESPN, la primera cadena de deportes por cable y la mayor cadena de cable del país. ESPN llega a 61 millones de hogares en EE UU y a 34 millones de hogares en 75 países de todo el mundo. Cap Cities posee el 37,5 % de The Arts and Entertainment Network, que proporciona programación por cable de acontecimientos culturales y de espectáculos, y un tercio de Lifetime, un servicio por cable dedicado a programas de salud y de estilo de vida para mujeres. La compañía posee también participaciones en el capital de compañías de producción televisiva y teatral en Alemania, Francia y España.

Cap Cities edita ocho periódicos, setenta y cinco semanarios, y cincuenta y seis guías de compras y revistas inmobiliarias en doce estados. Las publicaciones especializadas incluyen Agriculture Publishing Group, Chilton Publications, Fairchild Publications Group, y Financial Services and Medical Group, que edita varias revistas incluyendo *Institutional Investor* e *Internal Medicine News*.

La compañía informa de las ventas y los beneficios, dividiéndolas entre la edición, la radio y la teledifusión. En 1992, el beneficio por la radio y teledifusión –incluyendo la programación de cadena, la emisión de televisión y radio, y la programación de vídeo– fue de 619 millones de dólares sobre 4,2 billones de dólares en ingresos. El grupo editorial obtuvo 136 millones de beneficios sobre 1,1 billones en ingresos. El beneficio neto de explotación de Cap Cities en 1992 fue de 755 millones de dólares sobre 5,3 billones de ingresos.

Cap Cities tuvo sus inicios en el negocio de las noticias. En 1954, Lowell Thomas, el famoso periodista, su director de negocios Frank Smith y un grupo de asociados compraron la Hudson Valley Broadcasting Company, que incluía una emisora de radio de AM y de televisión en Albany, Nueva York. En esa época, Thomas Murphy, ahora presidente de Capital Cities, era director de producto en Lever Brothers. Frank Smith, compañero de golf del padre de Murphy, contrató al hijo de su amigo para que dirigiera la emisora de televisión de la compañía. En 1957, Hudson Valley adquirió una emisora de televisión de Raleigh Durham y el nombre de la compañía se cambió a Capital Cities Broadcasting, reflejando que tanto Albany como Raleigh era las capitales de sus respectivos estados.

En 1960, Murphy contrató a Dan Burke para dirigir la emisora de Albany. Burke, que se había retirado recientemente como director general de Cap Cities, es el hermano del compañero de estudios en Harvard de Murphy, Jim Burke, que más tarde se convirtió en presidente de Johnson & Johnson. Dan Burke, un nativo de Albany, fue puesto a cargo de la emisora de televisión, mientras Murphy volvía a Nueva York, donde fue nombrado presi-

dente de Capital Cities en 1964. Entonces empezó una de las sociedades de más éxito en los negocios norteamericanos. Durante las tres décadas siguientes, Murphy y Burke dirigieron Capital Cities. Juntos hicieron más de treinta adquisiciones editoriales y de tele-radiodifusión, la más notable de las cuales fue la compra de la ABC Network en 1985.

Buffett se encontró por primera vez con Tom Murphy a finales de los años sesenta en una comida en Nueva York, organizada por uno de los compañeros de clase de Murphy. Supuestamente, Murphy quedó tan impresionado con Buffett que le invitó a unirse al consejo de administración de Capital Cities.<sup>26</sup> Buffett dijo que no, pero él y Murphy se convirtieron en grandes amigos y se mantuvieron en contacto a lo largo de los años. La primera vez que Buffett invirtió en Capital Cities fue en 1977; de forma inexplicable pero rentable, vendió la posición al año siguiente.

En diciembre de 1984, Murphy contactó con Leonard Goldenson, que era el presidente de American Broadcasting Companies, con la idea de fusionar las dos compañías. A pesar de que al principio fue rechazado, Murphy volvió a ponerse en contacto de nuevo con Goldenson en enero de 1985. La Comisión Federal de Comunicaciones había incrementado el número de emisoras de radio y televisión que una sola compañía podía poseer. De siete a doce con efectividad en abril de ese año. Esta vez Goldenson estuvo de acuerdo. Goldenson, que tenía setenta y cinco años de edad, estaba preocupado por quién dirigiría American Broadcasting Companies (ABC). A pesar de que la compañía tenía varios candidatos potenciales, ninguno estaba, según la opinión de Goldenson, listo para el liderazgo. Murphy y Burke estaban considerados como los mejores directivos en el sector de los medios y la comunicación. Al acceder a fusionarse con Cap Cities, Goldenson se estaba asegurando que ABC seguiría bajo un liderazgo sólido. American Broadcasting Companies entró en la sala de negociaciones con unos banqueros de inversiones. Murphy, que siempre llevaba sus propias negociaciones, llevó a su buen amigo Warren Buffett en quien tenía puesta toda la confianza. Ellos dos juntos llevaron a cabo la primera venta nunca realizada antes de una cadena de televisión y la mayor fusión de medios en la historia.

Capital Cities ofreció a American Broadcasting Companies un paquete total valorado en 121 dólares por acción de ABC (118 dólares en metálico por acción y una garantía de un décimo para comprar Capital Cities valorada en 3 dólares por acción). Esta oferta era el doble del valor al que se cotizaban las acciones de ABC el día antes del anuncio. Para financiar el trato de los 3,5 billones de dólares, Capital Cities pediría prestados 2,1 billones de dólares a un consorcio bancario, vendería las emisoras de radio y televisión que se solapaban y que valían aproximadamente 900 millones de dólares, y también vendería las propiedades restringidas que a una cadena no le estaba permi-

---

26. Andrew Kilpatrick, *Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street* (Nueva York: Donald I. Fine, 1992), 102.

tido poseer, incluyendo propiedades de cable que se vendieron luego a la The Washington Post Company. Los últimos 500 millones procedían de Buffett. Estuvo de acuerdo en que Berkshire Hathaway adquiriera tres millones de acciones recién emitidas de Cap Cities al precio de 172,50 dólares por acción. Murphy volvió a pedirle a su amigo que se uniera al consejo de administración de Capital Cities y, esta vez, Buffett aceptó.

### **Dogma: sencillo y comprensible**

Después de pertenecer al consejo de administración de The Washington Post Company durante más de diez años, Buffett comprendía el negocio de las emisiones de televisión y la edición de revistas. Su larga experiencia con la edición de periódicos también se había tenido en cuenta. La comprensión de las cadenas de televisión de Buffett creció con su propia adquisición a través de Berkshire de ABC en 1978 y de nuevo en 1984.

### **Dogma: un historial consistente de funcionamiento**

Tanto Capital Cities como American Broadcasting Companies tenían unos historiales de explotación rentable que databan de más de treinta años atrás. American Broadcasting Companies tenía una media del 17 % de rentabilidad del capital y un 21 % de deuda en relación con el capital desde 1975 a 1984. Capital Cities, durante los diez años anteriores a su oferta de compra de ABC, tenía una media del 19 % de rendimiento de capital y un 20 % de deuda en relación con el capital.

### **Dogma: perspectivas favorables a largo plazo**

Las cadenas y las empresas de difusión tienen la suerte de tener una economía por encima de la media. Al igual que los periódicos, y casi por los mismos motivos, generan mucha buena voluntad económica. Una vez que ya se ha construido una torre de difusión, la reinversión y las necesidades de capital circulante son pocas y no existe ninguna inversión en existencias. Las películas y los programas pueden comprarse a crédito y pagarse más tarde cuando entra el dinero de la publicidad. Como regla general, las empresas de difusión producen unos rendimientos sobre el capital invertido superiores a la media y generan mucho más dinero del que necesita su explotación.

Los riesgos para las cadenas y las emisoras incluyen la regulación gubernamental, la tecnología cambiante y el desplazamiento o fuga del dinero procedente de la publicidad. Los gobiernos pueden negarse a renovar los permisos de emisión de una compañía, pero es raro que lo hagan. Los programas de cable, en 1985, fueron una pequeña amenaza para las cadenas. A pesar de que algunos espectadores sintonizaban con los espectáculos por

cable, la gran mayoría de telespectadores seguía prefiriendo la programación de la cadena. También durante los años ochenta, el dinero de publicidad crecía bastante más rápido que el producto interior bruto del país. Para llegar a una audiencia masiva, los anunciantes seguían contando con las emisoras de cadena. La economía básica de las cadenas, compañías emisoras y las editoriales estaban, en opinión de Buffett, por encima de la media y en 1985 las perspectivas a largo plazo para estos negocios eran altamente favorables.

### **Dogma: determinar el valor**

La inversión de Berkshire de 517 millones de dólares en Cap Cities en ese momento, fue la mayor inversión que Buffett había hecho nunca. La forma en que Buffett determinó el valor combinado de Capital Cities y American Broadcasting está abierta a la especulación. Murphy estuvo de acuerdo en venderle a Buffett tres millones de acciones de Capital Cities/ABC a 172,50 dólares por acción. Pero sabemos que el precio y el valor con frecuencia son dos cifras diferentes. La costumbre de Buffett es, como hemos aprendido, adquirir una empresa sólo cuando existe un margen de seguridad significativo entre el valor intrínseco de la empresa y su precio de compra. Sin embargo, con la compra de Capital Cities/ABC es verdad que puso en peligro este principio.

Si descontamos la oferta de Buffett de 172,50 dólares por acción a un 10 % (el rendimiento aproximado del bono del gobierno de EE UU a treinta años, en 1985) y multiplicamos este valor por 16 millones de acciones (Cap Cities tenía 13 millones de acciones en circulación más 3 millones de Buffett), el valor actualizado de este negocio necesitaría tener una rentabilidad económica de 276 millones de dólares. Los beneficios netos de Capital Cities en 1984, después de la amortización y las reinversiones era de 122 millones de dólares. El beneficio neto de American Broadcasting Companies después de la depreciación y las reinversiones era de 320 millones de dólares. La rentabilidad económica combinada de estas dos empresas era de 442 millones de dólares. Pero la compañía combinada tendría una deuda sustancial: los aproximadamente 2,1 billones de dólares que Murphy iba a pedir prestados le costarían a la compañía 220 millones de dólares al año en intereses. Así pues la rentabilidad económica neta de la compañía combinada era aproximadamente de 200 millones de dólares.

Había consideraciones adicionales. La reputación de Murphy de mejorar el flujo de caja de los negocios adquiridos simplemente reduciendo los gastos, era legendaria. Los márgenes de explotación de Capital Cities eran del 28 %, mientras que los de ABC eran del 11 %. Si Murphy podía mejorar los márgenes de explotación de las propiedades de ABC en un tercio, hasta el 15 %, la compañía podría obtener 125 millones de dólares adicionales cada año, y la rentabilidad económica combinada sería igual a 325 millones de

dólares anuales. El valor en ese momento por acción, de una empresa que ganaba 325 millones de dólares con 16 millones de acciones en circulación, descontado al 10 % era de 203 dólares por acción; un margen de seguridad del 15 % por encima del precio de compra de Buffett de 172,50 dólares. «Tengo mis dudas sobre si Ben (Ben Graham) está ahí arriba aplaudiéndome en este caso», bromeaba Buffett.<sup>27</sup>

El margen de seguridad que Buffett aceptaba podía ampliarse si hacemos ciertas asunciones. Buffett dice que la sabiduría convencional durante este período, argumentaba que los periódicos, las revistas o las emisoras de televisión serían capaces de seguir incrementando los beneficios para siempre a un 6 % anual; sin necesitar ningún capital adicional.<sup>28</sup> El razonamiento, explica Buffett, era que las necesidades de reinversión serían iguales que las tasas de depreciación y que la necesidad de capital de explotación sería mínima. Por lo tanto, el beneficio neto podía considerarse como unos beneficios libremente distribuidos. Esto significa que el propietario de una empresa de medios poseía una inversión, una renta vitalicia, que crecería a un 6 % en el futuro previsible, sin necesidad de ningún capital adicional. Buffett sugiere que comparemos esto con una empresa que sólo es capaz de crecer si se vuelve a invertir capital. Si poseyera usted una empresa de medios que ganara un millón de dólares y esperara crecer al 6 %, sería apropiado, dice Buffett, pagar 25 millones de dólares por este negocio (un millón de dólares dividido por un tipo libre de riesgo del 10 % menos el 6 % de tasa de crecimiento). Otro negocio que ganase un millón de dólares pero no pudiera hacer crecer los beneficios sin reinvertir capital podría valer 10 millones de dólares (un millón de dólares dividido por el 10 %).

Si tomamos esta lección de finanzas y la aplicamos a Cap Cities, el valor de las acciones de Cap Cities aumenta de 203 dólares por acción a 507, o un 66 % de margen de seguridad sobre el precio de 172,50 dólares que Buffett aceptó pagar. Pero existen un montón de «si» en estas asunciones. ¿Sería Murphy capaz de vender una parte de las propiedades combinadas de Capital Cities/ABC por 900 millones de dólares (en realidad consiguió 1,2 billones)? ¿Sería capaz de mejorar los márgenes de explotación de American Broadcasting Companies? ¿Sería capaz de seguir contando con el crecimiento del dinero de la publicidad?

La capacidad de Buffett de obtener un margen de seguridad significativo en Capital Cities estaba complicada por varios factores. Primero, el precio de las acciones de Cap Cities había crecido a lo largo de los años (véase la figura 5.9). Murphy y Burke estaban haciendo un trabajo excelente dirigiendo la compañía, y el precio de las acciones de la compañía así lo reflejaba. Así que, a diferencia de GEICO, Buffett no tenía la oportunidad de

27. Anthony Bianco, «Why Warren Buffett Is Breaking His Own Rules», *Business Week*, 15 de abril de 1985, 34.

28. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1991, 8.

adquirir Cap Cities barata a causa de un declive temporal del negocio. La bolsa tampoco era ninguna ayuda. Y como sea que se trataba de una oferta de acciones de segunda mano, Buffett tenía que aceptar un precio por las acciones de Cap Cities que estaba cerca de su valor de mercado en esos momentos.

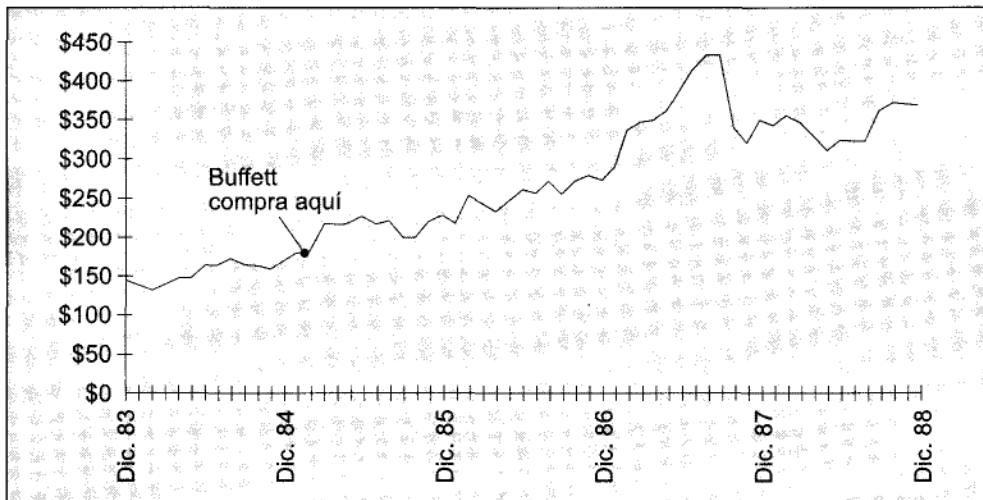


Figura 5.9. Precio de las acciones ordinarias de Capital Cities/ABC.

Si existía alguna desilusión respecto al precio de la emisión, Buffett se consoló con la rápida revalorización de esas mismas acciones. El 15 de marzo de 1985, un viernes, el precio de las acciones de Capital Cities era de 176 dólares por acción. El lunes por la tarde, 18 de marzo, se anunció que Capital Cities compraba American Broadcasting Companies. Al día siguiente, al cierre del mercado, el precio de las acciones de Capital Cities era de 202,75 dólares cada una. En cuatro días el precio había subido 26 puntos, una revalorización del 15 %. El beneficio de Buffett era de 90 millones de dólares y el trato no iba a cerrarse hasta enero de 1986.

El margen de seguridad que Buffett recibió comprando Capital Cities fue significativamente menor que el que había recibido con otras compañías que había adquirido. Así pues, ¿por qué lo hizo? La respuesta era Tom Murphy. Si no hubiera sido por Murphy, Buffett no hubiera invertido en la compañía. Murphy era el margen de seguridad de Buffett. Capital Cities/ABC es un negocio excepcional, la clase de negocio que atrae a Buffett. Pero había algo especial respecto a Murphy. «Warren adora a Tom Murphy», dijo John Byrne, «sólo el ser socio suyo ya es atractivo (para Buffett)». <sup>29</sup>

29. Bianco, «Why Warren Buffett Is Breaking His Own Rules».

La filosofía de dirección de Cap Cities es la descentralización. Murphy y Burke contratan a la mejor gente posible y luego les dejan solos para que hagan su trabajo, Todas las decisiones se toman a nivel local. Burke describió esto muy al principio de su relación con Murphy. Mientras dirigía la emisora de TV de Albany, Burke enviaba informes actualizados semanales a Murphy por correo, que éste nunca contestaba. Burke, al fin, entendió el mensaje. Murphy le prometió a Burke: «no iré a Atlanta a menos que me invites; o tenga que despedirte».<sup>30</sup> Murphy y Burke ayudan a establecer los presupuestos anuales de sus compañías y la actuación de explotación se revisa trimestralmente. Con estas dos excepciones, se espera que los directivos hagan funcionar sus negocios como si fueran de su propiedad. «Esperamos mucho de nuestros directivos», escribe Murphy.<sup>31</sup>

Y una de las cosas que se espera que hagan los directivos de Capital Cities es controlar los costes. Cuando fracasan, Murphy no duda en involucrarse. Cuando Capital Cities compró ABC, el talento de Murphy para recortar los costes era imprescindible. Las cadenas tienen una tendencia a pensar en términos de índices de audiencia, no de beneficios. Sea lo que sea lo que se necesita para incrementar los índices de audiencia, las cadenas pensaban que iban por delante de la evaluación de los costes. Esta mentalidad cesó abruptamente cuando Murphy entró en la empresa. Con la ayuda de unos comités cuidadosamente seleccionados en ABC, Murphy podó las nóminas, las gratificaciones y los gastos. Dejó marchar a unas 1.500 personas, a las que se les concedieron generosas indemnizaciones por despido. En ABC se cerraron el comedor de los ejecutivos y el ascensor privado. La limusina que se utilizó en ABC Entertainment de Los Ángeles para conducir a Murphy durante su primera visita a la compañía fue vendida. En su siguiente visita, tomó un taxi.

Esta concienciación respecto a los costes era un modo de vida en Capital Cities. La emisora de televisión de la compañía en Filadelfia, WPVI, la emisora número uno de la ciudad, tenía una plantilla de 100 personas y la emisora afiliada a la CBS en el otro lado de la ciudad tenía 150. Antes de que Murphy llegara a ABC, la compañía empleaba a 60 personas para dirigir cinco emisoras de televisión de la ABC. Hoy en día 6 personas se ocupan de ocho emisoras. WABC TV en Nueva York acostumbraba a emplear a 600 personas y generaba unos márgenes antes de impuestos del 30 %. Ahora emplea a 400 personas y los márgenes son de más del 50 %. Una vez que se solucionaba una crisis de costes, Murphy dependía de Burke para dirigir las decisiones de explotación. Él se concentraba en las adquisiciones y en las decisiones de reinversión.

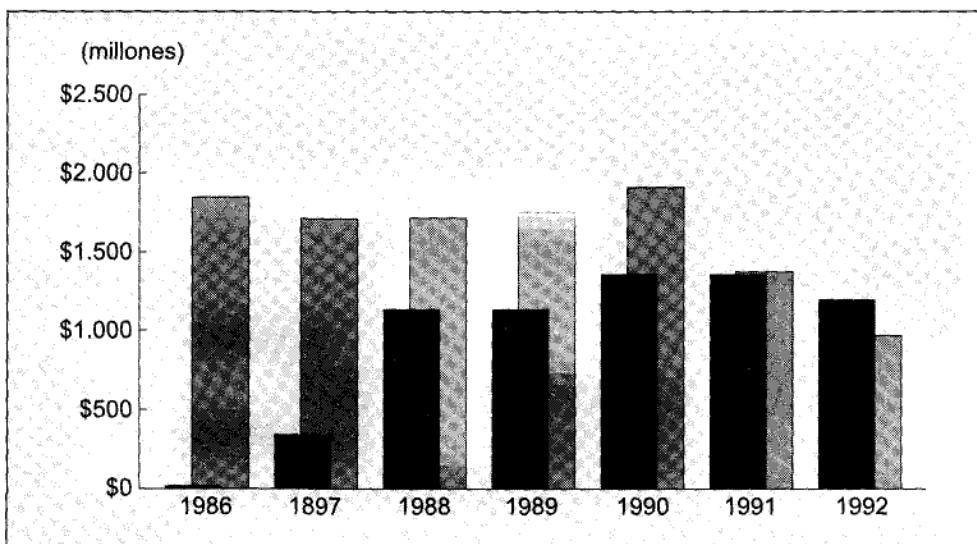
30. Dennis Kneale, «Murphy & Burke», *The Wall Street Journal*, 2 de febrero de 1990, 1.

31. Informe anual de Capital Cities/ABC de 1992.

### Dogma: el imperativo institucional

La buena marcha del negocio de la difusión y las cadenas aseguraba que Cap Cities generaría un elevado flujo de caja. Esto junto con la predilección de Murphy por controlar los costes, indicaba que Cap Cities tendría un flujo de caja espectacular e impresionante. Desde 1988 a 1992, Cap Cities generó 2,3 billones de dólares en dinero libre de impuestos. Dados estos recursos, algunos directivos pueden sentirse incapaces de resistir a la tentación de gastar el dinero, adquiriendo negocios y expandiendo el dominio de la corporación. Murphy, también compró unos cuantos negocios. En 1990, gastó 61 millones de dólares adquiriendo pequeñas empresas. En ese momento, el mercado general para la mayoría de propiedades de medios tenía unos precios demasiado altos, dijo.

Las adquisiciones han sido muy importantes para Cap Cities en el desarrollo de su crecimiento. Murphy está siempre buscando participaciones en medios, pero sigue al pie de la letra su disciplina de no pagar excesivamente por una compañía. Cap Cities, con su enorme flujo de caja, podía tragarse fácilmente otras empresas de medios, pero «Murphy a veces esperaba durante años hasta que encontraba la propiedad adecuada. Nunca hizo un trato sólo porque tenía los recursos adecuados para ello.»<sup>32</sup> Murphy y Burke también se daban cuenta de que el negocio de los medios era cíclico, y si estaba construido sobre demasiado apalancamiento, el riesgo para los accio-



**Figura 5.10.** Tesorería (en negro) y deuda a largo plazo (en gris) de Capital Cities/ABC.

32. «A Star Is Born», *Business Week*, 1 de abril de 1985, 77.

nistas sería inaceptable. «Murphy nunca hizo un trato que cualquiera de nosotros pensara que era capaz de herirnos de muerte», dijo Burke.<sup>33</sup>

Una compañía que genera más dinero del que puede volver a invertir de manera rentable en su negocio, puede comprar crecimiento, reducir el apalancamiento o devolver el dinero a los accionistas. Como Murphy no deseaba pagar los altos precios que se pedían por las empresas de medios, eligió en su lugar reducir el apalancamiento y recomprar acciones. En 1986, después de la adquisición de ABC, la deuda total a largo plazo en Cap Cities era de 1,8 billones de dólares, y la deuda en relación al capital era del 48,6 %. El dinero y los saldos en otras inversiones líquidas al terminar el año 1986 ascendían a 16 millones de dólares. En 1992, la deuda a largo plazo de la compañía era de 964 millones de dólares, y la deuda en relación al capital bajó al 20 %. Además, el dinero y los equivalentes del dinero aumentaron a 1,2 billones de dólares, haciendo que la compañía estuviera esencialmente libre de deuda (véase la figura 5.10). El reforzamiento del balance de Cap Cities por parte de Murphy redujo sustancialmente el riesgo de la empresa. Lo que hizo a continuación aumentó el valor de una forma sustancial.

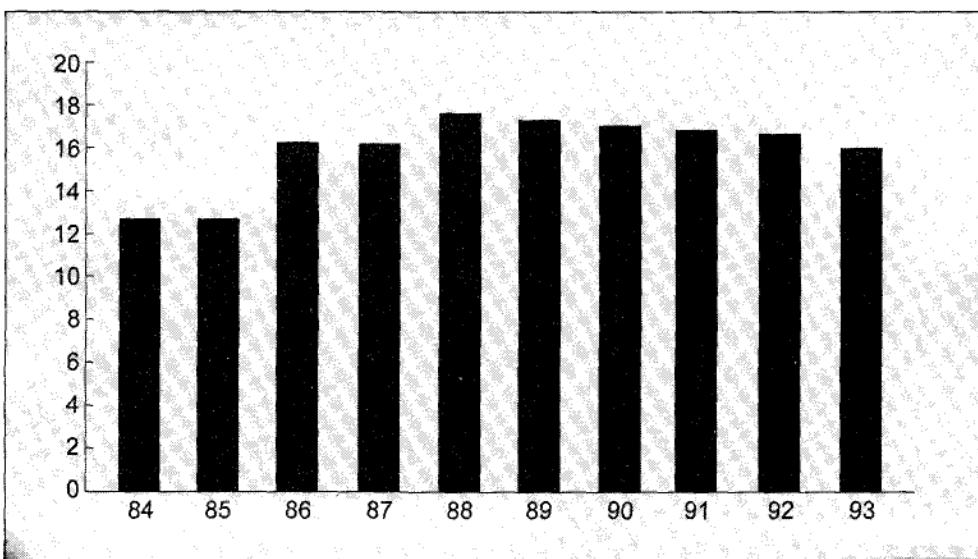
### Dogma: racionalidad

En 1988, Cap Cities anunció que había autorizado la recompra de acciones hasta llegar a los dos millones, el 11 % de las acciones en circulación de la compañía. En 1989, la compañía gastó 233 millones de dólares comprando 523.000 acciones a un precio medio de 445 dólares cada una. Este precio era 7,3 veces el flujo de caja de explotación de la compañía, comparado con los precios que se pedían por la mayor parte de las demás compañías de medios que estaban vendiendo a 10-12 veces el flujo de caja. Al año siguiente, la compañía adquirió 926.000 acciones a un precio promedio de 477 dólares, o 7,6 veces el flujo de caja de explotación. En 1992, la compañía siguió recomprando sus acciones. Ese año compró 270.000 acciones a un coste medio de 434 dólares por acción, o 8,2 veces el flujo de caja. El precio que pagó por sí misma, reitero Murphy, seguía siendo menos que el precio de otras compañías de medios, que él y Burke consideraban atractivas. Desde 1988 a 1992, Cap Cities compró un total de 1.953.000 acciones, invirtiendo 886 millones de dólares (véase figura 5.11).

Desde 1992, Cap Cities ha estado interesada en hacer una gran adquisición, del orden de 5 a 8 billones de dólares. Se llevaron a cabo conversaciones preliminares con Paramount Communications y Turner Broadcasting, pero las grandes adquisiciones no estaban disponibles a precios que proporcionaran a los accionistas un rendimiento razonable. Por ello, la compañía decidió de nuevo devolver su dinero a los accionistas.

En noviembre de 1993, la compañía anunció una subasta a la baja para

33. Anthony Baldo, «CEO of the Year Daniel B. Burke», *Financial World*, 2 de abril de 1991, 38.



**Figura 5.11.** Acciones ordinarias en circulación de capital Cities/ABC

adquirir hasta dos millones de acciones a precios entre los 590 y los 630 dólares por acción. Berkshire participó en la subasta, presentando un millón de sus 3 millones de acciones. Sólo este acto ya ocasionó una amplia especulación. La compañía, al ser incapaz de encontrar una adquisición apropiada, ¿se estaba poniendo a la venta? ¿estaba Buffett, al vender una tercera parte de su posición, renunciando a la compañía? Cap Cities negó los rumores. Aparecieron opiniones que decían que Buffett no hubiera subastado acciones que, con toda seguridad, hubieran obtenido un precio más alto si la compañía estuviera en realidad a la venta. La compañía terminó comprando 1,1 millones de acciones –un millón de ellas a Berkshire– a un precio medio de 630 dólares por acción. Buffett ha podido utilizar de un modo distinto 630 millones de dólares sin alterar el mercado para las acciones de Cap Cities. Y sigue siendo el mayor accionista de la compañía ya que posee el 13 % de las acciones en circulación.

La admiración de Buffett hacia Murphy se aprecia más fácilmente cuando uno se da cuenta de la gran cantidad de dinero que Cap Cities ha generado a lo largo de los años y la manera tan responsable en que ha sido utilizado. Desde 1977, Murphy ha reducido las acciones en circulación en un 17 %, ha reducido a la mitad la deuda a largo plazo, y ha elevado la tesorería a más de un billón de dólares. Además, Cap Cities es dirigida de la misma forma descentralizada que Berkshire Hathaway. Buffett sólo se implica en los negocios de Berkshire que no son de seguros cuando se trata de temas que tienen relación con la compensación y la reinversión de capital. Buffett está muy dispuesto, al igual que Murphy, a permitir que sus filiales funcionen

de forma independiente. También está dispuesto, como lo está Murphy a involucrarse intensamente cuando los costes se salen de madre. Ambos comparten la misma aversión hacia el desperdicio o la merma para los accionistas.

Buffett ha observado el funcionamiento y la gestión de incontables negocios a lo largo de los años, pero según él, Cap Cities es la empresa cotizada en bolsa mejor gestionada del país. Para probar este punto, cuando Buffett invirtió en Cap Cities, asignó todos los derechos de voto de los siguientes once años a Murphy y Burke, siempre que uno de ellos siguiera dirigiendo la compañía. Y si esto no es suficiente para convencerles a ustedes de la alta consideración que Buffett siente por estos hombres, piensen en esto: «Tom Murphy y Dan Burke no son sólo unos grandes gestores», dice Buffett, «sino que son precisamente la clase de persona con la que usted querría que se casara su hija». <sup>34</sup>

El valor de Tom Murphy para Cap Cities y Berkshire Hathaway ha aumentado perceptiblemente a medida que las perspectivas del negocio de las cadenas de televisión ha ido declinando. Al igual que *The Washington Post Company*, en 1990, Cap Cities se vio enfrentada a un descenso económico cílico que afectó a los beneficios de la compañía, acompañado de un descenso secular en el negocio que afectaba a su valor intrínseco. El aumento de la competencia había hecho que fuera difícil aumentar los precios de la publicidad. Esta era una de las maravillas económicas del negocio de las cadenas de difusión: la capacidad para aumentar los precios de forma agresiva. Una franquicia que pierde su poder de fijar los precios se convierte rápidamente en un negocio cualquiera, y el valor de la dirección adquiere un mayor significado para los accionistas.

Hoy en día, el negocio de las cadenas se enfrenta a un aumento de la competencia del cable y los vídeos en una época en que el dinero de la publicidad cada vez se estira más. Las cadenas, explica Buffett, están en el negocio de vender información y entretenimiento, a lo que él se refiere como «ojos». Hoy en día, los programas por cable, los espectáculos *pay-for-view*, y los vídeos compiten todos por los mismos ojos. Ahora, con aproximadamente 500 ojos en el país y sólo veinticuatro horas al día, la competencia por los telespectadores es intensa. Cuando Cap Cities adquirió ABC, la cuota de audiencia televisiva de la cadena era de más del 80 %. Hoy en día es del 60 %. Buffett recuerda que hace unos cuantos años estaba contemplando un acontecimiento deportivo con Murphy en una gran pantalla de televisión y comentaba lo maravillosa que era la imagen. «Me gustaba más», le replicó Murphy, «cuando era en blanco y negro en una pantalla de 8 pulgadas y sólo había tres canales». <sup>35</sup>

34. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1985, 20.

35. R. Hutchings Vernon, «Mother of All Annual Meetings», *Barron's*, 6 de mayo de 1991, 32.

**Dogmas: la premisa de un dólar, rendimiento del capital, márgenes de beneficio**

Desde 1985 a 1992, el valor de mercado de Capital Cities/ABC creció de 2,9 billones de dólares a 8,3 billones (véase la tabla 5.3). Durante este mismo período, la compañía retuvo 2,7 billones de dólares en beneficios, creando por lo tanto, un valor de mercado de 2,01 dólares por cada dólar que se volvía a invertir.

Beneficio neto	Pago de dividendo	Beneficios retenidos	Valor de mercado
1985 142,2	2,6	139,6	2.918,0
1986 181,9	3,2	178,7	4.323,0
1987 279,1	3,2	275,9	5.586,0
1988 387,1	3,4	383,7	6.520,0
1989 485,7	3,5	482,2	9.891,0
1990 477,8	3,4	474,4	7.694,0
1991 374,7	3,3	371,4	7.213,0
1992 389,3	3,3	386,0	8.349,0

Nota: El total de beneficios retenidos entre 1985 y 1992 es igual a 2.692 millones de dólares. El cambio en valor de mercado de 1985 a 1992 es igual a 5.431 millones de dólares. *Por cada dólar de beneficios retenidos se crearon 2,01 dólares de valor de mercado.*

**Tabla 5.3** Capital Cities/ABC – Cambio en el valor de mercado. (Cifras en millones de dólares).

Este logro es especialmente notable si consideramos que la compañía soportó en el período 1990-1991 tanto un descenso cíclico en los beneficios como un declive en su valor intrínseco a causa de cambios seculares en el negocio de las cadenas-emisoras. Durante este período, la inversión de Berkshire en Capital Cities/ABC creció de 517 millones de dólares a 1,5 billones, una tasa compuesta anual de rendimiento del 14,5 %; mejor que el índice de CBS y que el Standard & Poor's 500.

Si el valor intrínseco de Capital Cities/ABC ha declinado, ¿por qué entonces ha rehusado Buffett vender toda su posición? Sin lugar a dudas, parte de los motivos son su relación personal con Murphy. Murphy se ha ganado con todo derecho el respeto de Buffett, como un director general que no desperdicia el valor de los accionistas. Otro motivo importante por el que Buffett no ha vendido su posición en Capital Cities es que la compañía sigue proporcionando unos rendimientos económicos que son mejores que el promedio del sector norteamericano. «Las cadenas de televisión son un negocio que es más duro pero sigue siendo muy bueno si su dirección es competente. Genera un montón de dinero», dice Buffett.<sup>36</sup>

36. Robert Lenzner, «Warren Buffett's Idea of Heaven: I Don't Have to Work with People I Don't Like», *Forbes*, 18 de octubre de 1993, 44.

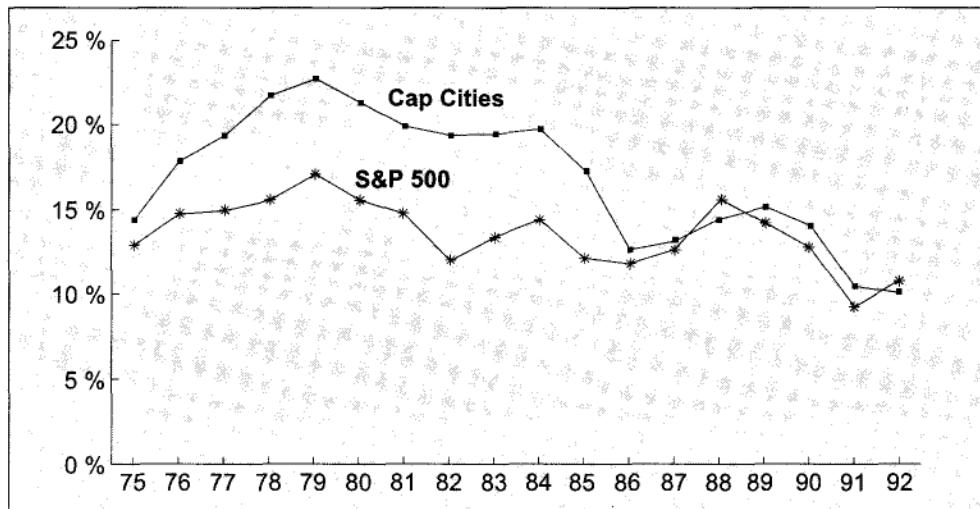


Figura 5.12. Rentabilidad del capital de Capital Cities/ABC y S&P 500.

Durante los años setenta y ochenta, la rentabilidad del capital de Capital Cities fue ininterrumpidamente entre cinco y siete puntos porcentuales más alta que la del Standard & Poor's 500 (véase la figura 5.12). Los márgenes antes de impuestos de la compañía fueron el triple del negocio norteamericano medio (véase la figura 5.13). Después de que Capital Cities adquiriera ABC, tanto los márgenes antes de impuestos como la rentabilidad del capital

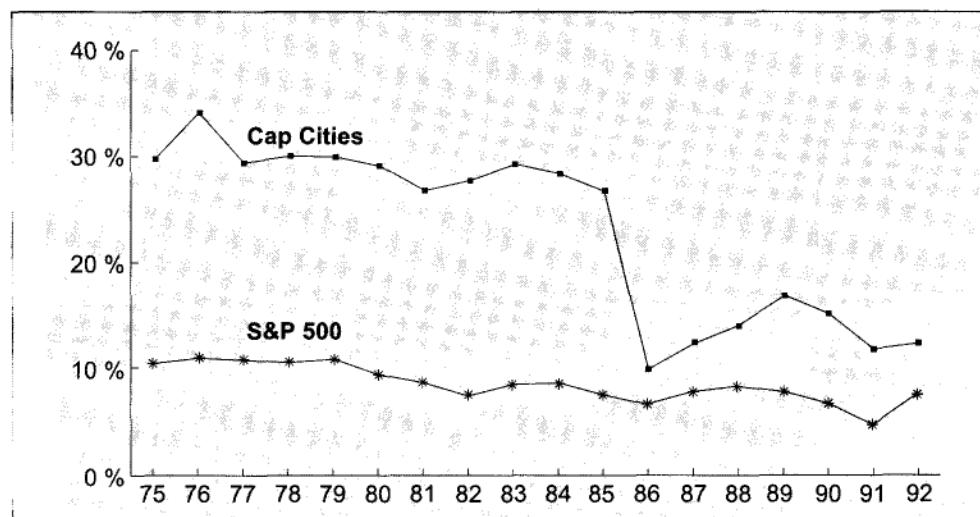


Figura 5.13. Beneficios antes de impuestos de Capital Cities/ABC y S&P 500.

descendieron de sus más altos niveles, pero siguen siendo mejores que los de la media y fueron mejorando continuamente hasta la recesión de 1990-1991. Hoy en día, la rentabilidad del capital para Capital Cities ha descendido a un nivel medio pero los beneficios antes de impuestos siguen siendo más altos.

La FCC (Comisión Federal de Comunicaciones) ha reconocido la economía cambiante de las emisiones de las cadenas y admite que las tres mayores cadenas ya no controlan la audiencia televisiva. Durante más de veinte años a las cadenas se les prohibió ser propietarias de los shows televisivos y fueron apartadas del lucrativo mercado de las reposiciones sindicadas de estos programas. En 1993, el tribunal levantó esta restricción y ahora permite que las cadenas tengan intereses financieros en los programas de televisión. La producción y propiedad de los programas, dice Murphy, es la más importante oportunidad futura para Capital Cities/ABC. Murphy tiene la intención de que la compañía produzca y posea más programación de televisión y pueda así generar unos beneficios más significativos procedentes de estos espectáculos en mercados secundarios, incluyendo la sindicación extranjera y doméstica. La FCC también ha aprobado permitir a las cadenas, de una forma limitada, comprar sistemas por cable. La regla protegía a las jóvenes compañías de televisión por cable de las cadenas y era responsable de haber obligado a Capital Cities, en 1986, a vender sus propiedades de cable cuando adquirió ABC. Por último, las cadenas han estado adquiriendo, de una forma agresiva, emisoras comerciales extranjeras de televisión. Cap Cities, añadiéndolas a sus acciones en la compañías de producción y de televisión alemanas, francesas y españolas, ha comprado recientemente una participación del 21 % en el Scandinavian Broadcasting System, con base en Luxemburgo, una de las primeras emisoras de la zona. Todos estos cambios han aumentado el valor intrínseco de Capital Cities/ABC.

### Resumen

Berkshire Hathaway tiene más de 2 billones de dólares invertidos en compañías de medios y comunicaciones, incluyendo Capital Cities/ABC, The Washington Post Company y el *Buffalo News*. El valor intrínseco y los beneficios transparentes de Berkshire han declinado a resultas de cambios cíclicos y seculares en este sector. Sin embargo, Cap Cities, Washington Post, y el *Buffalo News* evolucionan por encima de la media. La razón, insiste Buffet: es el liderazgo de Stan Lipsey en el *Buffalo News* y la dirección excepcional en el Washington Post y Cap Cities.

Lo que distingue a estas empresas es que mientras otras compañías de medios, utilizando el apalancamiento, estaban ocupadas pagando excesivamente por la compra de otras empresas, Cap Cities y The Washington Post no permitieron que el imperativo institucional moviera su pensamiento. En lugar de ello, pedujeron la deuda y recompraron acciones sin tener que pa-

gar precios irracionales por otras empresas.) Ahora que los cambios hacen más difícil competir, Cap Cities y The Washington Post son las dos únicas empresas de medios que cotizan en bolsa que están, esencialmente, libres de deuda. Otras compañías, que han pagado precios escandalosos por adquisiciones, se encuentran ahora luchando por pagar los intereses en una época en que los beneficios son cada vez menores.) Buffett se encuentra más cómodo como propietario de Cap Cities y del Washington Post de lo que lo estaría siendo el propietario de cualquier otra compañía de medios. Sin embargo, sigue esperando que ambas compañías generen unos rendimientos mayores que los de los negocios medios. Pero admite: «ya han pasado los días de las franquicias blindadas y de las economías de la abundancia».<sup>37</sup>

## The Coca-Cola Company

Coca-Cola es el mayor fabricante, comercializador y distribuidor de concentrados y jarabes para refrescos con gas. El refresco, producto de la compañía, que se vendió por vez primera en 1886 en los EE UU, se vende ahora en más de 195 países de todo el mundo.

La relación de Buffett con Coca-Cola data de su infancia. Tomó su primera Coca-Cola cuando tenía cinco años de edad. Poco después empezó a comprar seis Coca-Colas por veinticinco centavos en el colmado de su abuelo, y las revendía en su vecindario por cinco centavos cada una. Durante los cincuenta años siguientes, Buffett lo admite, observó el crecimiento fenomenal de Coca-Cola pero compró fábricas textiles, grandes almacenes y fabricantes de equipos para granjas y molinos de viento. Incluso en 1986, cuando anunció oficialmente que la Cherry Coke sería el refresco oficial en las reuniones anuales de Berkshire Hathaway, Buffett aún no había adquirido ni una sola acción de Coca-Cola. No fue hasta dos años después, en el verano de 1988, cuando Buffett empezó a adquirir sus primeras acciones de Coca-Cola.

### Dogma: sencillo y comprensible

El negocio de Coca-Cola es relativamente sencillo. La empresa adquiere materias primas y las combina para fabricar un concentrado que se vende a los embotelladores, que combinan el concentrado con otros ingredientes. Luego los embotelladores venden el producto acabado a puntos de venta al detalle, incluyendo autoservicios, supermercados y máquinas de autoventa. La compañía también proporciona jarabes para refrescos a detallistas con surtidores, que venden refrescos a los consumidores en copas y vasos. Las marcas que tiene son Coca-Cola, Diet Coke, Sprite, Mr. PiBB, Mello Yello, Ramblin' Root Beer, los refrescos Fanta, Tab y Fresca. Otros

37. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1991, 9.

productos son las bebidas de frutas de marca Hi-C, el zumo de naranja Minute Maid, Powerade, Nestea y Nordic Mist. La compañía es propietaria del 44 % de Coca-Cola Enterprises, el mayor embotellador de EE UU, y del 53 % de Coca-Cola Amatil, un embotellador australiano que tiene intereses no sólo en Australia sino también en Nueva Zelanda y Europa del Este.

La fuerza de Coca-Cola no sólo son los productos de su marca sino que incluye un sistema de distribución mundial que no tiene parangón. Hoy en día, las ventas internacionales de los productos de Coca-Cola representan el 67 % de las ventas totales de la compañía y el 81 % de sus beneficios. Además de Coca-Cola Amatil, la compañía tiene participaciones en embotelladores situados en México, América del Sur, el Sureste de Asia, Taiwán, Hong Kong y China. En 1992, la compañía vendió más de 10 millones de cajas de productos de bebidas sin alcohol.

### *Dogma: perspectivas favorables a largo plazo*

Poco después del anuncio público realizado en 1989 por Berkshire de que poseía el 6,3 % de The Coca-Cola Company, Buffett fue entrevistado por Mellisa Turner, una redactora de negocios del *Constitution* de Atlanta. Le hizo a Buffett una pregunta que se le ha hecho con frecuencia: ¿Por qué no había comprado antes acciones de la compañía? A modo de respuesta, Buffett le contó lo que estaba pensando en el momento en que, finalmente, tomó la decisión.

«Digamos que vas a estar fuera durante diez años», dijo, «y quieres hacer una inversión y sabes todo lo que sabes ahora, y no podrás cambiarla mientras estás fuera. ¿Qué pensarías de ello?»<sup>38</sup> Por supuesto, el negocio tendría que ser sencillo y comprensible. Está claro que la compañía tendría que haber demostrado mucha consistencia en los negocios a lo largo de los años. Y por supuesto, las perspectivas a largo plazo tendrían que ser favorables. «Si se me ocurriera algo hablando en términos de certeza, donde yo supiera que el mercado seguirá creciendo, donde supiera que el líder seguirá siendo el líder –quiero decir en todo el mundo– y donde yo supiera que habría una gran unidad de crecimiento, no se me ocurriría nada que no fuera la Coca-Cola», explicó Buffett; «estaría relativamente seguro de que cuando volviera estarían haciendo aún mucho más negocio del que están haciendo ahora».<sup>39</sup>

Pero, ¿por qué comprar en ese momento en particular? Los atributos del negocio de Coca-Cola, tal como los describe Buffett, han existido durante varias décadas. Lo que le llamó la atención, dijo, fueron los cambios que tuvieron lugar en Coca-Cola durante los años ochenta bajo el liderazgo de Roberto Goizueta y Donald Keough.

38. Kilpatrick, *Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street*, 123.

39. *Ibid.*

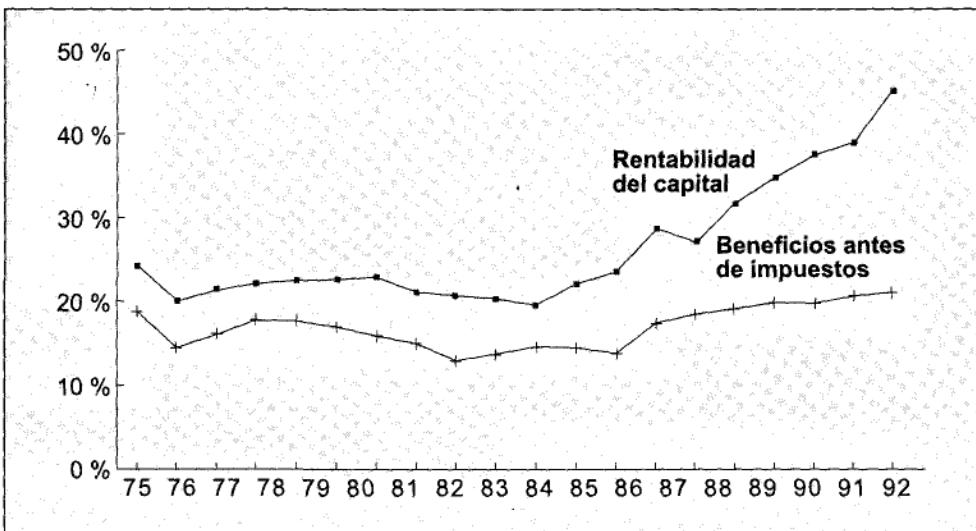
Los años setenta fueron un período fatal para Coca-Cola. La época estaba plagada de disputas con los embotelladores, de acusaciones de abusos a los trabajadores inmigrantes en los naranjales de Minute Maid, de «quejas» de los ecologistas diciendo que los contenedores de «un solo uso» de Coca-Cola contribuían al creciente problema de polución del país, y de las acusación de la Federal Trade Commission de que el sistema de franquicia exclusiva de la compañía violaba la legislación. Los negocios internacionales de Coca-Cola también estaban tambaleándose. El boicot árabe a la Coca-Cola, occasionado por la concesión de una franquicia a los israelíes, deshizo años de inversiones. Japón, que era donde los beneficios de la empresa estaban creciendo más rápidamente, era un campo de batalla de errores corporativos. Las botellas de Coca-Cola de veintiséis onzas para llevar a casa estaban explotando –literalmente– en los estantes de las tiendas. Además, los consumidores japoneses se oponían encendidamente a la utilización que hacía la compañía de un colorante artificial de alquitrán de carbón en Fanta Grape. Cuando la compañía desarrolló una nueva versión utilizando verdaderas pieles de uva, las botellas fermentaron y la gaseosa de uvas fue lanzada a la bahía de Tokio.

Durante los años setenta, Coca-Cola era una compañía fragmentada y reactiva en lugar de una compañía innovadora que marcaba el paso en el sector de los refrescos. Paul Austin fue nombrado presidente del consejo de la compañía en 1971, después de haber sido presidente desde 1962. A pesar de sus problemas, la compañía continuaba generando millones de dólares en ganancias, pero en lugar de reinvertir en su propio mercado de refrescos, Austin diversificó la empresa, invirtiendo en proyectos acuáticos y en granjas de gambas, a pesar de sus pequeños márgenes de beneficios. Austin también compró unas bodegas. Los accionistas se opusieron amargamente a esta inversión, argumentando que Coca-Cola no podía asociarse con el alcohol. Para rechazar las críticas, Austin gastó unas cantidades de dinero jamás utilizadas antes en campañas de publicidad.

Mientras tanto, Coca-Cola obtenía un 20 % sobre el capital. Sin embargo, los beneficios antes de impuestos se estaban deslizando (ver la figura 5.14). El valor de mercado de la compañía al final del mercado bajista de 1974 era de 3,1 billones de dólares (ver la figura 5.15). Seis años más tarde, el valor de la compañía era de 4,1 billones de dólares. De 1974 a 1980, el valor de mercado de la compañía subió a una tasa anual media del 5,6 %, muy por debajo del Standard & Poor's 500. Por cada dólar que la compañía retuvo durante esos seis años, sólo creó 1,02 dólares de valor de mercado.

Los males de Coca-Cola fueron exacerbados por la conducta de Austin.<sup>40</sup> Intimidaba y era inalcanzable. Además, su mujer, Jeane, era una influencia perjudicial dentro de la compañía. Volvió a decorar la central de la corpora-

40. Mark Pendergrast, *For God, Country and Coca-Cola* (Nueva York: Charles Scribner's Sons, 1993).



**Figura 5.14.** Rentabilidad del capital y beneficios antes de impuestos de The Coca-Cola Company.

ción con arte moderno, desterrando las pinturas clásicas de la compañía realizadas por Norman Rockwell. Incluso ordenó que un avión de la compañía le ayudara a facilitar la búsqueda de obras de arte. Pero fue su última decisión la que contribuyó a la caída de su esposo.

En mayo de 1980, la señora Austin ordenó que el parque de la compañía quedara cerrado a los almuerzos de los empleados. Se quejó de que los restos de sus comidas que caían al suelo, atraían a las palomas a los prados tan bien cuidados. La moral de los empleados alcanzó el punto más bajo de todos los tiempos. Robert Woodruff, el patriarca de la compañía de noventa y un años de edad, que había conducido Coca-Cola desde 1923 hasta 1955 y que seguía siendo presidente del consejo del comité de finanzas, ya había oído bastante. Exigió la dimisión de Austin y lo sustituyó por Roberto Goizueta.

Goizueta, que se había criado en Cuba, era el primer extranjero director general de Coca-Cola. Goizueta era tan extrovertido como Austin reticente. Uno de los primeros actos de Goizueta fue reunir a los cincuenta altos directivos de Coca-Cola en Palm Springs, California. «Decidme lo que estamos haciendo mal», dijo, «quiero saberlo todo y una vez que lo tengamos solucionado, quiero el cien por cien de lealtad. Si hay alguien que no se siente feliz, haremos un buen arreglo y le diremos adiós.»<sup>41</sup> De esta reunión salió la «estrategia para los ochenta» de la compañía, un panfleto de 900 palabras que esbozaba los objetivos corporativos de Coca-Cola.

41. Art Harris, «The Man Who Changed the Real Thing», *The Washington Post*, 22 de julio de 1985, B1.

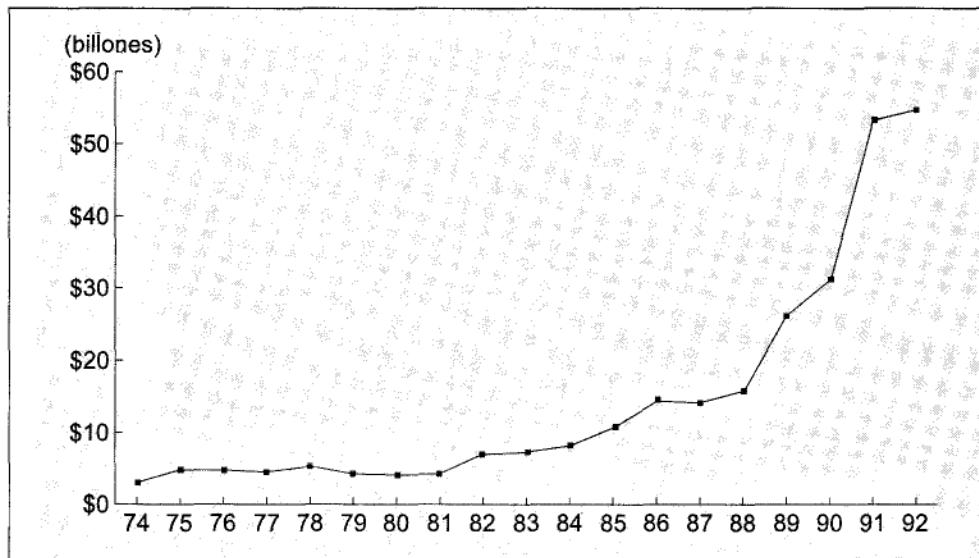


Figura 5.15. El valor de mercado de The Coca-Cola Company.

Goizueta animó a sus directivos a que corrieran riesgos inteligentes. Quería que Coca-Cola iniciara la acción en lugar de ser reactiva. Goizueta, como hacen muchos de los nuevos directores generales, empezó por recortar los costes. Además, exigió que cualquier negocio propiedad de Coca-Cola optimizara su rendimientos sobre los activos. Estas acciones se tradujeron inmediatamente en unos márgenes crecientes de beneficios.

#### Dogma: márgenes de beneficio

Los márgenes de beneficios antes de impuestos de Coca-Cola en 1980 eran del 12,9 %. Los márgenes habían estado cayendo durante cinco años enteros y estaban bastante por debajo de los márgenes de la compañía en 1973, que habían sido del 18 %. En el primer año de Goizueta, los márgenes antes de impuestos se elevaron al 13,7 %; en 1988, cuando Buffett compró sus acciones de Coca-Cola, los márgenes habían subido hasta un récord del 19 %.

#### Dogma: rentabilidad del capital

En la «estrategia para los ochenta» de la compañía, Goizueta señalaba que la compañía se desharía de cualquier negocio que no generara unos aceptables rendimientos sobre el capital. Cualquier nueva aventura de negocios tenía que tener el suficiente potencial de crecimiento real para justificar una inversión. Coca-Cola ya no tenía ningún interés en luchar por acciones en

un mérçado estancado. «Aumentar los dividendos por acción y conseguir aumentar la rentabilidad del capital sigue siendo el nombre del juego», argüía Goizueta.<sup>42</sup> Las palabras del presidente fueron seguidas por acciones. El negocio de vino de Coca-Cola fue vendido a Seagrams en 1983. A pesar de que la compañía obtuvo un respetable 20 % de rentabilidad del capital durante los setenta, Goizueta no quedó impresionado. En 1988, la rentabilidad del capital de Coca-Cola había aumentado al 3,18 %.

Se mirara como se mirara, la Coca-Cola de Goizueta estaba duplicando y triplicando los logros financieros de la Coca-Cola de Austin. Los resultados podían verse en el valor de mercado de la compañía. En 1980, Coca-Cola tenía un valor de mercado de 4,1 billones de dólares. A finales de 1987, incluso después del desastre bursátil de octubre, el valor de mercado de Coca-Cola había subido a 14,1 billones de dólares (ver la figura 5.15). En siete años, el valor de mercado de Coca-Cola ascendió a una tasa anual media del 19,3 %. Por cada dólar que Coca-Cola retuvo durante este período, ganó 4,66 dólares en valor de mercado.

### **Dogma: franqueza**

La estrategia de Goizueta para los años ochenta incluía inequívocamente a los accionistas. «Durante la próxima década, permaneceremos totalmente dedicados y comprometidos con nuestros accionistas y nos dedicaremos a la protección y realce de sus inversiones», escribió.<sup>43</sup> «A fin de proporcionar a nuestros accionistas un rendimiento total sobre su inversión superior a la media, hemos de elegir negocios que generen unos rendimientos que superen a la inflación». Goizueta no sólo tenía que hacer crecer el negocio –lo que exigía inversión de capital–, también estaba obligado a incrementar el valor para los accionistas. Para ello, Coca-Cola, al incrementar los márgenes de beneficios y la rentabilidad del capital, fue capaz de pagar unos dividendos crecientes al mismo tiempo que reducía la relación de los beneficios que se pagan en dividendos con el total de los beneficios. En los años ochenta, los dividendos de los accionistas se estaban incrementando en un 10 % al año mientras que la relación de los dividendos repartidos sobre el beneficio neto bajaba del 65 al 40 %. Esto permitió que Coca-Cola reinvertiera un mayor porcentaje de los beneficios de la compañía para ayudar a sostener su tasa de crecimiento, no engañando a los accionistas.

Cada año, Coca-Cola en su informe anual, empieza la revisión financiera y la discusión sobre la dirección estableciendo su objetivo primario: «El objetivo primario de la dirección es incrementar al máximo el valor para los accionistas con el tiempo.» La estrategia de la compañía recalca el máximo incremento de los flujo de caja a largo plazo. A fin de conseguirlo, la compañía se

---

42. «Strategy for the 1980s», The Coca-Cola Company.

43. *Ibid.*

centra en la inversión en el negocio de alto rendimiento de los refrescos, incrementando los rendimientos de los negocios existentes y optimizando el coste del capital. Si tiene éxito, la evidencia será el crecimiento del flujo de caja, el aumento de la rentabilidad del capital y un aumento del rendimiento total de los accionistas.

#### *Dogma: racionalidad*

El crecimiento del flujo de caja neto ha permitido a Coca-Cola incrementar su dividendo a los accionistas y también recomprar sus acciones en el mercado libre. En 1984, la compañía autorizó su primera recompra en toda la historia, anunciando que recompraría 6 millones de acciones. Desde entonces, la compañía ha seguido recomprando sus acciones cada año, hasta llegar a una recompra total de 414 millones de acciones con un coste total de 5,3 billones de dólares. Esto representa más del 25 % de las acciones en circulación de la compañía a principios de 1984. El valor de las acciones recompradas, basándonos en el precio de cierre del 31 de diciembre de 1993, fue de 18,5 billones de dólares.

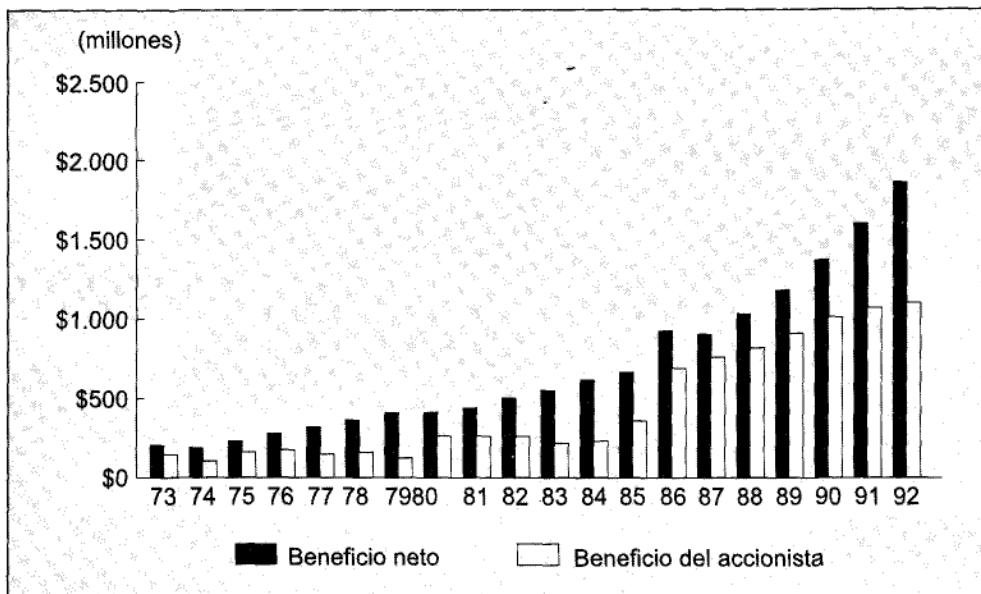
En julio de 1992, Coca-Cola anunció que hasta el año 2000 recompraría 100 millones de acciones, que representan el 7,6 % de las acciones en circulación de la compañía. Es notable que la compañía sea capaz de conseguir esto mientras continúa con su agresiva inversión en los mercados de ultramar. La recompra, insiste Goizueta, puede conseguirse a causa de las fuertes capacidades de generación de dinero de la compañía. Entre 1993 y 1996, la compañía, después de inversiones, tendrá más de 3 billones de dólares para iniciar su programa de recompra de acciones.

#### *Dogma: «los beneficios del accionista»*

En 1973, los «beneficios del accionista» (beneficio neto más amortizaciones menos reinversiones) fueron 152 millones de dólares (ver la figura 5.16). En 1980, los beneficios del accionista fueron 262 millones de dólares, una tasa de crecimiento del 8 % anual compuesto. Desde 1981 hasta 1988, crecieron de 262 a 828 millones, una tasa de crecimiento anual media compuesta del 17,8 %. El crecimiento de los beneficios del accionista se refleja en el precio de las acciones de Coca-Cola. Al analizar períodos de diez años, desde 1973 a 1982, el rendimiento total de Coca-Cola creció a una tasa anual media del 6,3 %. Desde 1983 a 1992 el rendimiento total de Coca-Cola creció a una tasa anual media del 31,1 %.

#### *Dogma: determinar el valor*

Cuando Buffett compró Coca-Cola por vez primera, en 1988, la gente preguntaba: «¿cuál es el valor de Coca-Cola?» El precio de la compañía era



**Figura 5.16.** Beneficio neto y los «beneficios del accionista» de The Coca-Cola Company.

de quince veces los beneficios y doce veces el flujo de caja, un 30 % y un 50 % de prima sobre la media del mercado. Buffett pagó cinco veces el valor contable de una compañía que tenía un último dividendo pagado como porcentaje del precio corriente del mercado del 6,6 %. Deseaba hacerlo a causa del extraordinario nivel de la buena marcha económica de Coca-Cola. La compañía estaba obteniendo un rendimiento del capital del 31 % mientras se empleaba, relativamente poco, en reinversiones de activo fijo. Ya ha quedado claro que Buffett explica que el precio no nos dice nada sobre el valor. El valor de Coca-Cola, como el de cualquier otra compañía, viene determinado por los flujos de caja netos que se espera que se den durante la vida del negocio, descontados a una tasa de interés apropiada.<sup>11</sup>

En 1988, los beneficios de los accionistas (el flujo de caja neto) de Coca-Cola fueron iguales a 828 millones de dólares (ver tabla 5.4). En esa época, el bono del Tesoro de EE UU a treinta años (la tasa libre de riesgo) se cotizaba a un interés del 9 %. Si los beneficios del accionista de Coca-Cola en 1988 se descontaron al 9 % (recuerden que Buffett no añade una prima de riesgo para el capital a la tasa de actualización), el valor de Coca-Cola hubiera sido de 9,2 billones de dólares. Cuando Buffett compró Coca-Cola, el valor de mercado de la compañía era de 14,8 billones de dólares, lo que indicaba que quizás Buffett hubiera pagado excesivamente por la compañía. Pero 9,2 billones de dólares representan el valor actual de los beneficios del accionista de Coca-Cola. Como el mercado estaba dispuesto a pagar por Coca-Cola un

	Ventas anuales	Beneficio anual	Depreciación	Inversiones	Beneficios del accionista
73	2.145	215	59,1	121,3	152,8
74	2.522	196	150,1	150,1	105,4
75	2.872	239	143,3	143,4	163,4
76	3.032	285	182,2	182,2	174,5
77	3.559	326	260,9	260,9	150,5
78	4.337	374	306,0	306,0	163,0
79	4.961	420	409,3	409,3	127,7
80	5.912	422	298,0	298,0	262,0
81	5.839	447	329,6	329,6	262,3
82	6.249	512	400,3	400,3	262,4
83	6.829	558	492,0	492,0	222,0
84	7.364	629	565,0	565,0	234,0
85	7.904	678	652,0	652,0	361,0
86	8.669	934	665,0	665,0	699,0
87	7.658	916	300,0	300,0	769,0
88	8.338	1.045	387,0	387,0	828,0
89	8.966	1.193	462,0	462,0	915,0
90	10.236	1.382	593,0	593,0	1.025,0
91	11.572	1.618	792,0	792,0	1.080,0
92	13.074	1.884	1.083,0	1.083,0	1.111,0
Tasa de crecimiento anual compuesto					
1973-1980	15,6 %	10,1 %	12,9 %	13,7 %	8,0 %
1981-1988	5,1 %	12,9 %	2,3 %	2,3 %	17,8 %
1989-1992	11,9 %	15,9 %	16,2 %	29,3 %	7,6 %

Tabla 5.4. The Coca-Cola Company – Análisis de los «beneficios del accionista». (Cifras en millones de dólares).

precio que era el 60 % más alto de los 9,2 billones de dólares, esto indicaba que los compradores percibían que parte del valor de Coca-Cola eran sus oportunidades futuras de crecimiento.

Cuando una empresa es capaz de hacer crecer los beneficios del accionista sin necesidad de capital adicional, es apropiado actualizarlas por la diferencia entre la tasa de rendimiento libre de riesgo y el crecimiento esperado de los beneficios del accionista. Si analizamos Coca-Cola, descubrimos que los beneficios del accionista de 1981 a 1988 crecieron a una tasa anual del 17,8 %; más rápido que la tasa de rendimiento libre de riesgo. Cuando esto sucede, los analistas utilizan un modelo de descuento de dos fases. Este modelo es una forma de calcular los beneficios futuras cuando una compañía tiene un crecimiento extraordinario durante un número limitado de años, y luego un período de crecimiento constante a una tasa más lenta.

Podemos utilizar este proceso de dos fases para calcular el valor en 1988 de los flujos de caja futuros de la compañía. En 1988, los beneficios del accionista de Coca-Cola eran de 828 millones de dólares. Si asumimos que Coca-Cola será capaz de aumentar los beneficios del accionista a un 15 % anual durante los siguientes diez años (una asunción razonable, ya que la tasa es más baja que la media de la compañía en los siete años anteriores), en el décimo año los beneficios del accionista serían iguales a 3.349 billones de dólares. Sigamos asumiendo que al empezar el año once, la tasa de crecimiento se ralentizaría a un 5 % al año. Utilizando una tasa de actualización del 9 % (la tasa del bono a largo plazo en ese momento), podemos calcular que el valor intrínseco de Coca-Cola en 1988 era de 48.377 millones de dólares (ver la tabla A.21 del Apéndice).<sup>44</sup>

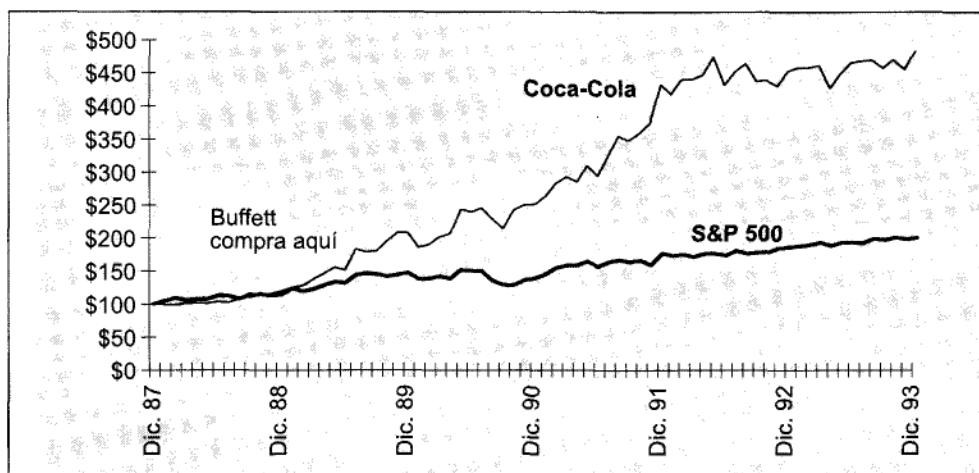
Podemos repetir este ejercicio utilizando diferentes asunciones de tasas de crecimiento. Si asumimos que Coca-Cola puede hacer crecer los beneficios del accionista al 12 % durante diez años, seguidos de un 5 % de crecimiento, el valor actual de la compañía descontado al 9 % sería de 38.163 millones de dólares. Al 10 % de crecimiento durante diez años y luego al 5 %, el valor de Coca-Cola sería de 32.497 millones de dólares. Y si asumimos sólo un 5 %

44. En la primera fase se aplica un crecimiento anual del 15 % durante diez años. El año uno, 1989, los beneficios del accionista serían 952 millones de dólares; en el año diez, serán de 3.349 billones de dólares. Al empezar el año once, el crecimiento se ralentizará al 5 % al año, la segunda fase. En el año once, los beneficios del accionista serán 3.516 billones de dólares ( $3.349 \text{ billones} \times 5 \% + 3.349 \text{ billones de dólares}$ ). Ahora, podemos restar esta tasa de crecimiento del 5 % de la tasa de rendimiento libre de riesgo (9 %) y llegar a una tasa de capitalización del 4 %. El valor descontado de una empresa con 3.516 millones de dólares en beneficios del accionista capitalizadas al 4 % es de 87,9 billones de dólares. Como sea que este valor, 87,9 billones de dólares, es el valor descontado de los beneficios del accionista de Coca-Cola en el año once, a continuación hemos de descontar este valor futuro por el factor de descuento al final del año diez  $1/(1 + 0,09)^{10} = 0,4224$ . El valor actual del valor residual de Coca-Cola en el año diez es de 37.129 millones de dólares. El valor de Coca-Cola es igual entonces a su valor residual (37.129 millones de dólares) más la suma del valor actual de los flujos de caja durante este período (11.248 millones de dólares), para un total de 48.377 millones de dólares.

durante todo el período, la compañía aún valdría por lo menos 20,7 billones de dólares [828 millones de dólares divididos por (9% - 5%)].

### Dogma: comprar a precios atractivos

En junio de 1988, el precio de Coca-Cola era aproximadamente de 10 dólares por acción. Durante los diez meses siguientes, Buffett adquirió 93,4 millones de acciones, con una inversión total de 1.023 billones de dólares (ver figura 5.17). Su coste medio por acción fue de 10,96 dólares. Al terminar 1989, Coca-Cola representaba el 35 % de la cartera de acciones de Berkshire. Fue un movimiento atrevido.



**Figura 5.17.** Precio de las acciones ordinarias de The Coca-Cola Company comparado con el S&P 500 (indexado a 100 dólares en la fecha inicial).

Desde el momento en que Goizueta tomó el control de Coca-Cola en 1980, el precio de las acciones de la compañía ha crecido cada año. En los cinco años anteriores a que Buffett comprara sus primeras acciones de Coca-Cola, el promedio anual de revalorización de las acciones fue del 18 %. La situación de la compañía era tan buena que Buffett no pudo comprar ninguna acción a precios bajos. Durante este período, el Standard & Poor's 500 también estaba subiendo. Ni Coca-Cola ni la bolsa le ofrecían a Buffett una oportunidad para adquirir acciones a bajos precios. Sin embargo, Buffett seguía adelante, de nuevo dice que el precio no tiene nada que ver con el valor.<sup>1</sup>

El valor de Coca-Cola en la bolsa en 1988 y 1989, durante el período de compra de Buffett, llegó a un promedio de 15,1 billones de dólares. Pero según la estimación de Buffett, el valor intrínseco de Coca-Cola estaba en

cualquier parte desde 20,7 billones de dólares (asumiendo un crecimiento del 5 % en beneficios del accionista), 32,4 billones (asumiendo un crecimiento del 10 %), 38,1 billones de dólares (asumiendo un crecimiento del 12 %), hasta 48,3 billones de dólares (asumiendo un crecimiento del 15 %). Así pues, el margen de seguridad de Buffett –el descuento del valor intrínseco– podía ser tan bajo como un conservador 27 %, o tan alto como un 70 %. Los inversores de «valor» observaban la misma Coca-Cola que Buffett compraba, y a causa de que su precio respecto a los beneficios, su precio respecto al valor contable, y el precio respecto al flujo de caja eran todos tan altos, consideraban que Coca-Cola estaba sobrevalorada.

### **Dogma: la premisa de un dólar**

Desde 1988, el comportamiento del precio de Coca-Cola ha sido extraordinario. De 10 dólares la acción, llegó a 45 dólares en 1992. Durante este mismo período, Coca-Cola ha dado una paliza al comportamiento del Standard & Poor's 500 (ver la figura 5.17). Desde 1987, el valor de mercado de Coca-Cola ha subido de 14,1 billones de dólares a 54,1 billones. La compañía ha producido 7,1 billones de dólares en ganancias mientras ha desembolsado 2,8 billones de dólares en dividendos a los accionistas y ha retenido 4,2 billones para reinversiones. Por cada dólar que la compañía ha retenido, ha creado 9,51 dólares en valor de mercado. La inversión de 2.023 millones de dólares de Berkshire en Coca-Cola en 1988-1989 valía 3.911 millones de dólares en 1992.

El espectacular aumento de precio en Coca-Cola entre 1988 y 1992 ha reducido el margen de seguridad entre el precio de mercado de Coca-Cola y su valor intrínseco. Algunos inversores arguyen que Coca-Cola está sobrevalorada y sugieren que la compañía encontrará difícil repetir su sobresaliente actuación económica y de precio de las acciones en los años venideros. El objetivo para la compañía de Roberto Goizueta es duplicar el resultado de Coca-Cola en el año 2000. Goizueta señala en *Coca-Cola, una empresa hacia el 2000: Nuestra misión en los años noventa*, que Coca-Cola es el único negocio de producción y distribución capaz de llevar refrescos a todos los rincones del mundo. Es a través del incremento del consumo per cápita de los refrescos de Coca-Cola en Europa del Este, la antigua Unión Soviética, Indonesia, India, África y China, que la compañía alcanzará su objetivo de duplicar las ventas. A pesar de que estos países pueden que nunca alcancen el consumo per cápita de EE UU (296 consumiciones por persona y año), cualquier pequeña mejora en el consumo en estos países en vías de desarrollo se traducirá en un aumento de los beneficios. La mitad de la población mundial consume menos de dos consumiciones por persona y año. Las oportunidades sólo en China, India e Indonesia son capaces de propulsar el patrimonio de Coca-Cola al siguiente siglo.

## Resumen

Buffett dice que el mejor negocio que se puede tener es aquel que, con el tiempo, puede emplear grandes cantidades de capital con unas tasas muy altas de rentabilidad.) Esta descripción encaja con Coca-Cola.

Coca-Cola es la marca más ampliamente reconocida y apreciada en el mundo. Es fácil entender las razones por las que Buffett considera que Coca-Cola es la franquicia más valiosa del mundo.

## Relaciones permanentes

Para alcanzar el *status* de inversiones permanentes, una compañía ha de poseer una buena economía y una buena dirección; gente que sea capaz y digna de confianza,<sup>1</sup> e igualmente importante, gente con la que Buffett disfrute asociándose.) The Washington Post Company, GEICO, Capital Cities/ABC, y The Coca-Cola Company son compañías con un potencial económico igual y por encima de la media. A lo largo de los años, los directivos de estos negocios han dado pruebas de que eran dignos de confianza. Han protegido los intereses de los accionistas y han incrementado en gran medida el valor de sus inversiones. Cada uno de estos directivos siente aversión por el despilfarro y pasión por una mayor rentabilidad. Todos comprenden la distribución racional del capital. Por último, Buffett disfruta genuinamente con sus relaciones personales y profesionales con Katherine y Donald Graham, Lou Simpson y Bill Snyder, Tom Murphy y Dan Burke, y Roberto Goizueta y Donald Keough.

Buffett ha descubierto que unas espléndidas relaciones de negocios son tan raras y se disfrutan tanto, que tiene la intención de no separarse jamás de sus inversiones permanentes.) Si una inversión permanente se cambiara por otro negocio, Buffett tendría que desarrollar una relación con un nuevo equipo directivo. La perspectiva de terminar una relación de negocios con cualquiera de estos admirados directivos, sólo para añadir unos cuantos puntos porcentuales al rendimiento de Berkshire Hathaway, no le interesa.

# 6

## Renta fija

Puede que Warren Buffett sea mejor conocido en el mundo de las inversiones por sus decisiones respecto a las acciones ordinarias (descritas en el capítulo 7), pero también adquiere valores de renta fija para las compañías de seguros de Berkshire. Al seleccionar las inversiones de renta fija, Buffett toma en consideración los equivalentes de dinero efectivo a corto plazo, los valores de renta fija a medio plazo, los valores de renta fija a largo plazo y las posiciones de arbitraje. Él admite que no tiene una gran preferencia cuando se trata de invertir en estas diferentes categorías. Lo que él hace es, sencillamente, buscar, en cualquier momento dado, aquellas inversiones que proporcionan el mayor rendimiento después de los impuestos.

Es importante comprender que los valores de renta fija representan un porcentaje significativamente menor de la cartera de inversiones de seguros de Berkshire, comparado con otras compañías de seguros. En 1993, los valores de renta fija –dinero en efectivo, bonos y acciones preferentes– representaban un 17 % de la cartera de inversiones de Berkshire. En la mayoría de compañías de seguros, lo típico es que representen entre el 60 y el 80 %. A causa de la superior calidad financiera de Berkshire y de la filosofía disciplinada de emisión de seguros, Buffett ha podido invertir una mayoría de activos de Berkshire en acciones ordinarias. Generalmente, siente poco entusiasmo por los bonos y los considera, a lo más, como inversiones mediocres.

La aversión de Buffett hacia los bonos es doble. Primero, a causa de su prejuicio hacia la inflación, él espera que el poder futuro de compra del dinero disminuirá. Como sea que los bonos se expresan en dinero, Buffett será más entusiasta hacia los bonos si se llega a convencer de la estabilidad a largo plazo de nuestra moneda. En segundo lugar, la opinión de Buffett es que los bonos deberían contemplarse desde la perspectiva de una persona de negocios, y la mayoría de contratos de renta fija (tipos de interés) están establecidos por debajo de los rendimientos de inversión que una persona de negocios exigiría. Este enfoque de los «bonos como negocio» hacia la inversión de renta fija es altamente inusual.

Si uno invierte 10 millones de dólares en un negocio que obtiene un 12 % sobre el capital y retiene todas sus ganancias, Buffett nos explica, en treinta

años ese negocio valdría 300 millones de dólares, y habría ganado 32 millones de dólares en el último año. Ahora bien, dice Buffett, si uno compra 10 millones de dólares en bonos con un cupón anual del 12 %, utilizando el interés para adquirir más bonos al 12 %, al término de treinta años, uno tendría también 300 millones de capital y habría ganado también 32 millones de dólares el último año. Sabiendo que el rendimiento medio sobre el capital a largo plazo de un negocio norteamericano es el 12 %, Buffett diría que la inversión en bonos era una adquisición «de tipo negocio».

Volviendo hacia atrás, al 1946, Buffett nos cuenta que un bono municipal AAA a veinte años cotizaba al 1 % de tasa de rendimiento. El comprador de estos bonos, dice, estaba adquiriendo un negocio que obtenía un 1 % en valor contable y durante los veinte años siguientes no obtendría ni un centavo más del 1 %. Ahora bien, nos explica, probablemente no hubo ni un sólo negocio en Norteamérica, en 1946, que se comprara o vendiera a valor contable que el comprador creyera que era incapaz de ganar más de un 1 % en valor contable; y sin embargo los inversores en renta fija se lanzaban hacia estos bonos a pesar de su miserable economía. Además, los inversores, durante los años siguientes, siguieron adquiriendo bonos que de acuerdo con las normas de rentabilidad eran totalmente inadecuados.

A finales de los setenta y a primeros de los ochenta, los tipos de interés de los bonos empezaron a subir a medida que crecía la inflación. En 1981, la tasa de rendimiento de los bonos a largo plazo del Gobierno era del 16 % y del 14 % en los bonos municipales exentos de impuestos. Durante este período, las compañías de seguros pasaron de emitir pólizas de automóvil de un año, a pólizas de seis meses. Los ejecutivos de seguros argüían de forma convincente que durante un período de inflación rápidamente creciente, eran incapaces de estimar los costes futuros asociados a la reparación de automóviles. Es irónico, nos hace notar Buffett, que una vez que hubieron decidido que en un mundo inflacionario las pólizas de automóvil de un año no eran razonables, los ejecutivos de seguros dieron un giro y prestaron dinero (compraron bonos) a unos intereses fijos durante treinta años.

El bono a largo plazo, dice Buffett, se ha convertido en el último contrato a precio fijo y a largo plazo en un mundo inflacionario. Los compradores de bonos pueden obtener un precio fijo por su inversión para dentro de veinte años en el siglo que viene. Los compradores de seguros, espacios de oficinas, chocolate o papel prensa serían ridiculizados si exigieran un precio fijo para treinta años. Esta inconsistencia financiera, señala Buffett, no la entienden los individuos que compran bonos a largo plazo.

A pesar de que los tipos de interés a finales de los setenta y a principios de los ochenta, se aproximaban a los rendimientos de la mayoría de los negocios, Buffett no era un comprador neto de bonos a largo plazo, siempre pensaba que existía la posibilidad de una inflación desenfrenada. En este entorno, las acciones ordinarias perderían valor real, pero los bonos en circulación sufrirían unas pérdidas mucho mayores. Una compañía de seguros que

haya invertido muchísimo en bonos, en un entorno hiperinflacionario, tiene el potencial de cancelar su cartera. A pesar de que la posibilidad de una hiperinflación era remota y los tipos de interés, a principios de los ochenta, incorporaban expectativas de una alta inflación, el riesgo de estar equivocado, explica Buffett, era inaceptable.

A pesar de ello, las compañías de seguros, a causa de sus obligaciones hacia los asegurados, han de invertir algunos de sus activos en valores de renta fija. Sin embargo, Buffett ha limitado los valores de renta fija a los bonos convertibles, a las acciones preferentes convertibles y a los bonos a corto y medio plazo. Antes de comprar, Buffett exige que los bonos a largo plazo se deshagan de los grandes obstáculos financieros. Esto incluye un rendimiento del tipo de interés actual que se aproxime al rendimiento de negocio y la posibilidad de que el bono refleje una plusvalía de capital. Es frecuente que estos bonos únicos hayan sido mal valorados por el mercado y coticen, significativamente, por debajo del valor nominal.

## Bonos

### *Washington Public Power Supply System*

El 25 de julio de 1983, el Washington Public Power Supply System (WPPSS, pronunciado: «woops») anunció que iba a considerar como morosos 2,25 billones de dólares de bonos municipales utilizados para financiar la construcción inacabada de dos reactores nucleares conocidos como Proyectos 4 y 5. El estado dictaminó que las autoridades locales no estaban obligadas a pagar a WPPSS por una energía que antes habían prometido adquirir pero que, finalmente, no necesitaban. La decisión del tribunal condujo al mayor incumplimiento de bonos municipales en la historia de EE UU. El tamaño del incumplimiento y la debacle subsiguiente deprimió el mercado de los bonos de energía pública durante varios años. Los inversores vendieron sus bonos de servicios públicos, forzando la bajada de precios y la subida de los intereses de ese momento.

La nube que se cernía sobre los Proyectos 4 y 5 de WPPSS proyectó una sombra en los Proyectos 1, 2 y 3. Ahora bien, nos explica Buffett, había unas diferencias significativas entre los términos y las obligaciones de los Proyectos 4 y 5 y los de los Proyectos 1, 2 y 3. Los tres primeros eran servicios públicos operativos que también eran obligaciones directas de Bonneville Power Administration, una agencia del Gobierno. Sin embargo, existía la posibilidad de que los problemas de los Proyectos 4 y 5 fueran tan serios que pudieran debilitar la posición de crédito de Bonneville Power.

Buffett valoró los riesgos de poseer bonos municipales de los Proyectos 1, 2 y 3 de WPPSS. Es cierto que existía el riesgo de que estos bonos pudieran ponerse en mora y un riesgo de que los pagos de los intereses pudieran sus-

penderse durante un prolongado período de tiempo. Otro factor era la parte superior del «techo» en cuanto a lo que estos bonos podían llegar a valer. Incluso aunque pudiera adquirir estos bonos con un descuento sobre su valor nominal, en el momento del vencimiento podía ser que sólo valieran cien centavos por dólar.

Poco después de que los Proyectos 4 y 5 se pusieran en mora, Standard & Poor's suspendió sus cotizaciones de los Proyectos 1, 2 y 3. Los bonos al portador más bajos de los Proyectos 1, 2 y 3 cayeron a cuarenta centavos por dólar y produjeron un rendimiento actual del 15-17 % libres de impuestos. Los bonos al portador más altos cayeron a ochenta centavos por dólar y generaron un rendimiento similar. Buffett, sin desanimarse, desde octubre de 1983 hasta junio del año siguiente, fue comprando bonos emitidos por WPPSS para los Proyectos 1, 2 y 3. Adquirió tanto los bonos al portador más bajos como los más altos. A finales de junio de 1984, Berkshire Hathaway poseía 139 millones de dólares de los bonos de WPPSS para los Proyectos 1, 2 y 3 bonus con un valor nominal de 205 millones de dólares.

Buffett nos explica que con WPPSS, Berkshire adquirió 139 millones de dólares de negocio, que se podía esperar que ganara 22,7 millones de dólares al año después de los impuestos (el valor acumulado de los cupones anuales de WPPSS), y que pagara estos beneficios en metálico a Berkshire. Buffett señala que durante esta época había pocos negocios que se pudieran adquirir y que se vendieran a un descuento sobre el valor contable, y que ganaran un 16,3 % después de impuestos sobre un capital no apalancado. Buffett pensaba que la adquisición de una empresa en funcionamiento que no estuviera apalancada y que ganara 22,7 millones de dólares después de impuestos (45 millones de dólares antes de impuestos), le hubiera costado a Berkshire entre 250 y 300 millones de dólares. Si se tratara de un negocio fuerte que él entendiera y le gustara, Buffett hubiera estado tentado de pagar esa cantidad, pero, nos explica, Berkshire pagó la mitad de ese precio por los bonos de WPPSS para obtener la misma cantidad de beneficios. Además, Berkshire compró el negocio (los bonos) a un descuento del 32 % sobre el valor contable.

Mirando hacia atrás, Buffett admite que la compra de los bonos WPPSS resultó mejor de lo que esperaba. De hecho, los bonos superaron los resultados de la mayoría de adquisiciones de negocios que se hicieron en 1983. Desde entonces, Buffett ha vendido los bonos más baratos al portador de WPPSS. Estos bonos, que compró con un descuento notable sobre el valor nominal, duplicaron su precio mientras le seguían pagando a Berkshire un rendimiento del 15-17 % libre de impuestos. «Nuestra experiencia con WPPSS, aunque placentera, no ha hecho nada para alterar nuestra opinión negativa sobre los bonos a largo plazo», dijo Buffett. «Sólo nos hace confiar en que volvamos a tropezar con alguna otra cosa, cuyos problemas hayan hecho que el mercado la haya valorado significativamente mal.»<sup>1</sup>

1 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1988, 14.

### RJR Nabisco Bonds

Durante los años ochenta, un nuevo vehículo de inversión, el bono de alto interés, fue introducido en los mercados financieros. Buffett considera que estos nuevos bonos de alto interés son diferentes de sus predecesores –los ángeles caídos–, el término que Buffett aplica a los bonos de calidad de inversión que, habiendo pasado por malos momentos, estaban siendo degradados por las agencias de rating. Los bonos WPPSS eran ángeles caídos. Los nuevos bonos de alto interés eran una forma «bastarda» de los ángeles caídos y con frecuencia se les denominaba bonos basura. Según Buffett estos bonos de alto interés eran basura antes de que fueran emitidos.

Los vendedores de valores de Wall Street fueron capaces de promocionar la legimititud de invertir en los bonos basura, citando una investigación anterior que indicaba que los mayores tipos de interés compensaban a los inversores por el riesgo de incumplimiento. Buffett, sin embargo, argüía que las estadísticas de incumplimiento anteriores no tenían sentido alguno, ya que los datos se basaban en un grupo de bonos que eran significativamente diferentes de los bonos basura emitidos en la actualidad. Era ilógico, decía Buffett, asumir que los bonos basura eran idénticos a los ángeles caídos. «En las finanzas, guárdense de las pruebas de resultados anteriores», dijo, «si los libros de historia fueran la llave de la riqueza, el Forbes 400 estaría formado por bibliotecarios».<sup>2</sup>

A medida que iban transcurriendo los años ochenta, los bonos de alto interés se volvieron «más basura» a medida que nuevas ofertas invadían el mercado. «Montañas de bonos basura», hace notar Buffett, «fueron vendidos por aquellos a quienes no les importaban aquellos que no pensaban; y no había escasez de ninguno de ellos». <sup>3</sup> En la cima de esta deudanía, Buffett predijo que ciertas empresas tenían garantizado su fracaso cuando se hiciera aparente que las empresas cargadas de deudas estaban luchando para cumplir los pagos de sus intereses. En 1989, tanto Southmark Corporation como Integrated Resources, pusieron sus bonos en demora. Incluso Campau Corporation, un imperio detallista norteamericano creado con bonos basura, anunció que tenía problemas para cumplir sus obligaciones de deuda. Luego, el 13 de octubre de 1989, UAL Corporation, con un management buy out de 6,8 billones de dólares dirigida por la dirección y los sindicatos, y que iba a ser financiada con bonos de alto interés, anunció que era incapaz de obtener financiación. Los árbitros vendieron su posición UAL de acciones ordinarias y el Dow Jones de valores industriales cayó 190 puntos en un sólo día.

El disgusto por el trato de UAL junto con las pérdidas en Southmark & Integrated Resources condujo a muchos inversores a cuestionar el valor de

2 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1990, 18.

3 . *Ibid.*

los bonos de alto interés. Los gestores de cartera empezaron a practicar el *dumping* de sus posiciones de bonos basura. Sin compradores, el precio de los bonos de alto interés bajó vertiginosamente. Después de haber empezado el año con unas ganancias sobresalientes, el índice de Merrill Lynch de los bonos de alto interés volvió a un miserable 4,2 % comparado con los bonos de inversión de calidad, que volvieron al 14,2 %. A finales de 1989, los bonos basura no estaban en absoluto de moda en el mercado.

Un año antes, en 1988, Kohlberg Kravis & Roberts consiguieron adquirir RJR Nabisco por 25 billones de dólares, financiándose principalmente con deuda bancaria y bonos basura. A pesar de que RJR Nabisco estaba cumpliendo sus obligaciones financieras cuando el mercado de los bonos basura se hundió, los bonos RJR cayeron junto con otros bonos basura. En 1989 y 1990, durante el mercado a la baja de los bonos basura, Buffett empezó a comprar bonos RJR.

Aunque durante esta época la mayoría de bonos basura seguían pareciendo faltos de atractivo, Buffett pensaba que RJR Nabisco estaba siendo castigada injustamente. Los productos estables de la empresa estaban generando suficiente flujo de caja para cubrir los pagos de su deuda. Además, RJR Nabisco había tenido éxito vendiendo partes de su negocio a unos precios muy atractivos, y por lo tanto reduciendo su relación deuda-capital. Buffett analizó los riesgos de invertir en RJR y llegó a la conclusión de que el crédito de la empresa era mayor de lo que percibían otros inversores que estaban vendiendo sus bonos. Los bonos RJR estaban rendiendo un 14,4 % (un rendimiento aceptable) y el precio reducido ofrecía el potencial para obtener plusvalías.

En 1989 y 1990, Buffett adquirió 440 millones de dólares en Bonos RJR descontados. En la primavera de 1991, RJR Nabisco anunció que iba a retirar la mayoría de sus bonos basura, redimiéndolos a su valor nominal. Los bonos RJR subieron un 34 %, produciendo 150 millones de dólares de plusvalía para Berkshire Hathaway.

## **Arbitraje**

A veces, Buffett mantiene bonos libres de impuestos a medio plazo, como alternativas para la tesorería. Se da cuenta de que al sustituir los bonos a medio plazo por obligaciones a corto plazo del Tesoro, corre el riesgo de una pérdida más que importante si se ve obligado a vender en un momento desafortunado. Como sea que estos bonos libres de impuestos ofrecen unos mayores rendimientos después de impuestos que los bonos del Tesoro, Buffett piensa que la pérdida potencial se equilibra gracias a la ganancia en renta. Sin embargo, ésta no es la única alternativa rentable a los bonos del Tesoro. Cuando se ve enfrentado con más dinero que no ideas sobre inversiones, Buffett a veces se vuelve hacia el arbitraje.

El arbitraje, en su forma más sencilla, implica la compra de un título en un mercado y la venta simultánea del mismo título en otro mercado. El objetivo es aprovechar las discrepancias de precio. Por ejemplo, si las acciones de una empresa se cotizan a 20 dólares por acción en el mercado de Londres y a 20,01 en el mercado de Tokio, un arbitrajista puede beneficiarse comprando simultáneamente acciones de la empresa en Londres y vendiendo las mismas acciones en Tokio. En este caso, no existe ningún riesgo para el capital. Lo único que hace el arbitrajista es aprovecharse, meramente, de las inefficiencias que se dan entre mercados. Como sea que esta transacción no implica riesgo alguno, se la denomina, adecuadamente, arbitraje sin riesgos. Por otra parte, el arbitraje con riesgo es la venta o la compra de un título con la esperanza de aprovecharse de alguna previsión sobre algo que ha de pasar.

El tipo más común del arbitraje de riesgo implica la adquisición de una acción que se encuentra descontada con respecto a algún valor futuro. Este valor futuro acostumbra a basarse en una fusión, liquidación, oferta de licitación o reorganización corporativa. El riesgo al que se enfrenta el arbitrajista es la posibilidad de que el precio futuro anunciado de las acciones no llegue a realizarse. Para evaluar las oportunidades de arbitraje de riesgo, nos explica Buffett, hay que contestar a cuatro preguntas básicas: ¿Cuántas probabilidades existen de que el acontecimiento prometido ocurra en realidad? ¿Durante cuánto tiempo estará inmovilizado su dinero? ¿Qué posibilidad existe de que algo mejor transcienda; por ejemplo una OPA de la competencia? ¿Qué sucederá si el acontecimiento no tiene lugar debido a acciones *antitrust*, fallos financieros, etc.?»<sup>4</sup>

Para ayudar a los accionistas a comprender las ventajas del arbitraje, Buffett cuenta la historia del arbitraje realizado por Berkshire de Arcata Corporation.<sup>5</sup> En 1981, Arcata Corporation aceptó vender la compañía a una empresa dedicada a los *leverage buy-out* (compras financiadas con deuda), Kohlberg Kravis Roberts & Company (KKR). El negocio de Arcata incluía productos forestales e impresión. Además, en 1978, el Gobierno de los EEUU había expropiado a Arcata más de 10.000 acres de áboles de secoya, a fin de ampliar el Redwood National Park. El gobierno ofreció a Arcata 98 millones de dólares, que se pagarían a plazos, más un 6 % de interés simple sobre la deuda restante. Arcata decía que el precio de compra del terreno era injustificablemente bajo y que el 6 % de interés simple era inadecuado. En 1981, el valor de Arcata era su negocio de explotación más el acuerdo potencial con el Gobierno. KKR ofreció comprar Arcata a 37 dólares por acción más dos tercios de cualquier cantidad adicional que el Gobierno pudiera estar obligado a pagar.

Buffett analizó la adquisición de Arcata Corporation por KKR. Se imaginaba que el historial de KKR en la obtención con éxito de financiación para

4 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1988, 15.

5 . *Ibid.* 14.

sus tratos era bueno, y que si KKR decidía desistir de la transacción, Arcata encontraría a otro comprador. El consejo de administración de Arcata estaba decidido a vender la compañía. La última pregunta que quedaba por responder era más difícil. ¿Cuál era el valor de las secoyas expropiadas por el Gobierno? Buffett, que admitía «que no podía distinguir un olmo de un roble, evaluó fríamente la reclamación diciendo que estaba en alguna parte entre cero y un montón».<sup>6</sup>

Berkshire Hathaway empezó a comprar acciones de Arcata en el otoño de 1981 a alrededor de 33,50 dólares por acción. El 30 de noviembre, Berkshire poseía ya 400.000 acciones, aproximadamente un 5 % de la compañía. En enero de 1982 se firmó un acuerdo definitivo entre Arcata y KKR y en ese momento, Buffett añadió 255.000 acciones a la participación de Berkshire a unos precios cercanos a los 38 dólares por acción. A pesar de lo complicado de la transacción, la disposición de Buffett a pagar más de la oferta de KKR de 37 dólares por acción indicaba su creencia de que el arreglo con el Gobierno respecto a las secoyas valdría más de cero.

Semanas más tarde, el acuerdo empezó a desembrollarse. Primero, a pesar de la asunción de Buffett, KKR estaba teniendo problemas para financiar la adquisición. El sector de la vivienda se encontraba en una crisis económica y los prestamistas estaban siendo cuidadosos. La reunión de accionistas de Arcata fue pospuesta hasta el mes de abril. KKR, incapaz de arreglar toda la financiación, ofreció 33,50 dólares por acción de Arcata. El consejo de administración rechazó la oferta de KKR. En marzo, Arcata aceptó otra oferta competitiva y vendió la compañía por 37,50 dólares la acción, más la mitad del acuerdo potencial del litigio. Berkshire recibió 1,7 millones de dólares más que su inversión de 22,9 millones de dólares, un rendimiento muy satisfactorio del 15 % anual.

Años más tarde, Berkshire recibió un pago largamente esperado sobre la inversión de arbitraje de Arcata. Durante el litigio, el juez del caso nombró dos comisiones, una para determinar el valor de las secoyas y la segunda para decidir una tasa de interés adecuada. En enero de 1987, la primera comisión anunció que la madera de secoyas no valía 97,9 millones de dólares sino 275,7 millones, y la segunda comisión anunció que un tipo adecuado de interés sería del 14 % compuesto y no del 6 % simple. El tribunal determinó que a Arcata se le debían 600 millones de dólares. El Gobierno apeló pero al final aceptó pagar 519 millones de dólares. En 1988, Berkshire recibió 10,3 millones de dólares, o 29,48 dólares adicionales por acción de Arcata.

Buffett ha practicado el arbitraje durante décadas. Mientras la mayoría de los arbitrajistas puede que participen en cincuenta o más transacciones anualmente, Buffett busca sólo unas pocas transacciones financieramente grandes. Limita su participación a tratos que se anuncian y que son amistosos. Rehusa especular respecto a absorciones potenciales o las perspectivas de *greenmail*.

6 . *Ibid*, 16.

(Nota del Traductor: greenmail = la costumbre de comprar una gran cantidad de acciones de una compañía a fin de amenazar con hacerse con el control de la misma si las acciones no son recompradas a un precio inflado). A pesar de que nunca ha calculado su actuación de arbitraje a lo largo de los años, Buffett reconoce que Berkshire ha obtenido un promedio de un rendimiento anual de alrededor de un 25 % antes de impuestos. Como sea que el arbitraje es a menudo un sustituto para los bonos del Tesoro a corto plazo, el apetito de Buffett por estas transacciones fluctúa de acuerdo con el nivel de la tesorería de Berkshire. Y lo que es más importante, nos explica, el arbitraje le impide suavizar sus rígidas normas con respecto a la adquisición de bonos a largo plazo.

Con el éxito de Berkshire en arbitraje, los accionistas puede que se pregunten por qué tendría Buffett que apartarse de esta estrategia. Hay que admitir que los rendimientos sobre las inversiones de Buffett fueron mejores de lo que se imaginaba, pero en 1989 el panorama del arbitraje estaba cambiando. Los excesos financieros del mercado de compra apalancada estaban creando un medio ambiente de entusiasmo desenfrenado. Buffett no estaba seguro del momento en que los prestamistas y los compradores recuperarían su sentido común, pero él siempre se ha comportado con cautela cuando los demás lo hacían frívola y atolondradamente. Incluso antes del colapso de la compra apalancada de UAL, Buffett se estaba retirando de las transacciones de arbitraje. La retirada de Berkshire del arbitraje se hizo más fácil con la llegada de las acciones preferentes convertibles.

## **Las acciones preferentes convertibles**

Una acción preferente convertible es un valor híbrido que posee características tanto de las acciones como de los bonos. Generalmente, estas acciones proporcionan a los inversores una renta actual más alta que las acciones ordinarias. Esta rentabilidad más alta ofrece protección contra el riesgo de una baja de precios. Si la acción ordinaria cae, el mayor rendimiento de la acción preferente convertible le impide caer tan bajo como las acciones ordinarias. En teoría, el precio de las acciones convertibles cae hasta que su rendimiento actual se aproxima al valor de un bono no convertible con un rendimiento, crédito y vencimiento similares.

Una acción preferente convertible también proporciona al inversor la oportunidad de participar en el potencial ascendente de las acciones ordinarias. Como sea que es convertible en acciones ordinarias, cuando éstas suben, las convertibles también lo hacen. Sin embargo, como las acciones convertibles proporcionan una alta renta y tienen el potencial de obtener ganancias de capital, se valoran más que las acciones ordinarias. Esta prima en su valoración se ve reflejada en la tasa a la que la preferente es convertible en acciones ordinarias. Es típico que la prima de conversión sea entre el 20 y el 30 %, lo que significa que las acciones ordinarias han de subir de precio

entre un 20 y un 30 % antes de que las acciones convertibles puedan convertirse en acciones ordinarias sin perder valor.

Cuando Buffett empezó a invertir en acciones preferentes convertibles, mucha gente quedó desconcertada. Inicialmente, no estaba claro si las acciones de Buffett eran un respaldo de la compañía y de sus negocios o si se trataba, sencillamente, de la recompensa que recibía por proteger a estas compañías contra pretendientes no deseados. En todos los casos, Salomon, Gillette, Champion International y USAir estaban siendo desafiadas por grupos que querían absorberlas. Salomon se enfrentaba a una absorción potencial por Ronald Perelman del Revlon Group. Gillette estaba siendo acosada por Coniston Partners y Michael Steinhardt estaba amenazando con la absorción de USAir. Champion International no se encontraba en un peligro inminente, pero al vender a Berkshire 300 millones de dólares de nuevas acciones preferentes convertibles, que representaban un 8 % de la empresa, estaba intentando impedir una absorción. Buffett se convirtió en un «caballero blanco», que rescataba a las compañías de los invasores hostiles.

### *Salomon, Inc.*

En 1987, poco antes del derrumbe de la bolsa en el mes de octubre, Berkshire Hathaway anunció que había adquirido 700 millones de dólares de acciones preferentes convertibles de Salomon, recién emitidas y que serían convertibles tres años después en acciones ordinarias de Salomon a 38 dólares la acción. Si Berkshire no convertía las acciones preferentes, Salomon las redimiría a lo largo de cinco años, comenzando en octubre de 1995. En ese momento, las acciones ordinarias de Salomon se cotizaban alrededor de 33 dólares por acción. Las preferentes se emitieron con una prima del 15 % respecto a su paridad de conversión. En otras palabras, las acciones ordinarias de Salomon tendrían que subir un 15 % antes de que Berkshire pudiera convertir sus preferentes en ordinarias sin perder dinero.

En 1987, Ronald Perelman estaba intentando absorber a Salomon. John Gutfreund, entonces Director General de Salomon, no pensaba que a Salomon le conviniera vender la empresa a Perelman. «Entonces llamé a Warren», dijo Gutfreund «y llegamos a un acuerdo muy rápidamente». <sup>7</sup> Buffett y Gutfreund se conocían desde hacía años. En 1976, Gutfreund ayudó a GEICO a recuperarse cuando se encontraba al borde de la quiebra. Desde esa época, Buffett había observado en muchas ocasiones la forma en que Gutfreund ponía el interés de los clientes por encima del de su empresa, incluso llegando a perder unos honorarios lucrativos para la empresa. Esta conducta, comentaba Buffett, no era nada habitual en Wall Street. Gutfreund era alguien a quien admiraba y en quien confiaba.

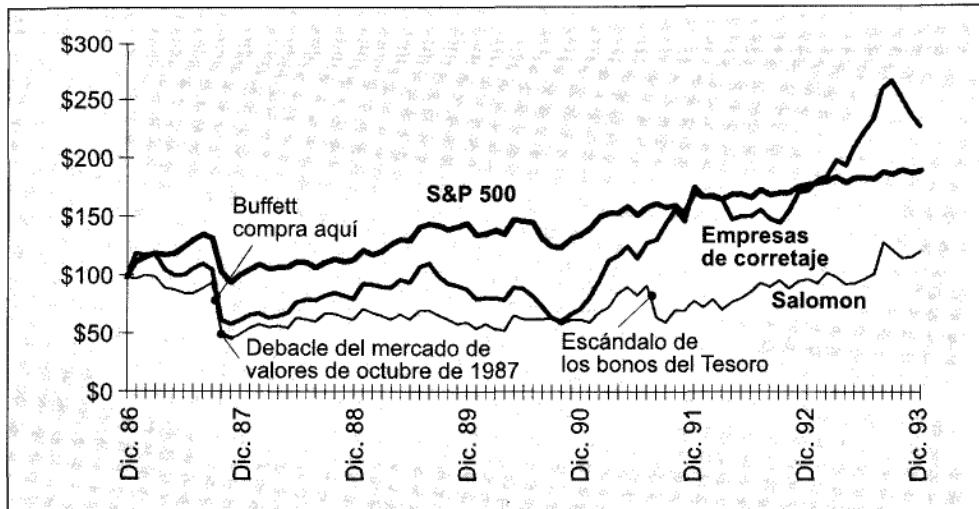
7 . Beth McGoldrick y Beth Selby, «Salomon's John Gutfreund», *Institutional Investor*, febrero 1991, 53.

Desde el punto de vista de Buffett, las acciones preferentes de Salomon eran un equivalente a medio plazo de renta fija con unas posibilidades de conversión interesantes. Él admite que no poseía una perspicacia especial respecto al negocio bancario de inversiones. No podía predecir con ninguna clase de confianza cuáles serían los flujos de caja futuros del negocio. Esta incapacidad de predecir, nos explica Buffett, era el motivo de que la inversión de Berkshire se realizara en acciones preferentes convertibles y no en ordinarias. Sin embargo, él creía que con el tiempo, «una empresa líder de alta calidad en cuanto a la obtención de capitales y construcción de mercados, puede obtener un promedio de buenos rendimientos sobre el capital». Si tenía razón, el «derecho de conversión llegaría a ser valioso».<sup>8</sup>

En 1986, las acciones ordinarias de Salomon se habían llegado a cotizar a 59 dólares; un 55 % más que el precio de opción de conversión de Berkshire. Si Salomon volvía a alcanzar de nuevo este nivel al cabo de tres años, el rendimiento total de Berkshire, si se convertía e incluyendo los dividendos, sería del 88 % o de un rendimiento anualizado del 29 %. Si pasaban cinco años antes de que el precio de las acciones de Salomon llegaran a los 59 dólares, el rendimiento anual de Berkshire sería del 17,6 %. A pesar de que un rendimiento anual del 17 % estaba por debajo de lo que Berkshire había sido capaz de conseguir con su propia cartera de acciones ordinarias, era decididamente mejor que los rendimientos de la mayoría de los negocios y casi el doble de las tasas de los bonos a largo plazo. A pesar del potencial de conversión, la aplastante porción del valor de las preferentes, explicó Buffett, eran sus características de renta fija. Y fueron estas características las que salvaron a la inversión de Salomon de dos desastres imprevistos.

El derrumbe de la bolsa de octubre de 1987 sucedió menos de un mes después de que Buffett hubiera adquirido las acciones preferentes de Salomon (ver la figura 6.1). El precio de las acciones de Salomon se hundió hasta llegar a los 16 dólares. Si Buffett hubiera invertido en las acciones ordinarias, hubiera perdido la mitad de su inversión. Al final del ejercicio de 1987, Salomon había conseguido llegar a los 19 dólares por acción. Desde aquí, Salomon necesitaba duplicar su precio antes de que Berkshire pudiera llegar al punto de equilibrio para su conversión. En 1988, el precio de las acciones de Salomon había ganado un 23 %, terminando el año a 24 dólares por acción. El año siguiente las acciones alcanzaron los 29 dólares por acción antes de volver a caer a 23 dólares después de la bajada de precios del mercado del 13 de octubre de 1989. No fue hasta 1991 cuando Salomon volvió a cruzar la barrera de los 33 dólares por acción, el precio a que Buffett había adquirido las preferentes convertibles. Finalmente, las acciones iban ganando fuerza. Llegó a los 37 dólares por acción poco antes del anuncio de la compañía, en agosto de 1991, de que había violado las reglas del Tesoro de EE UU. Lo que sucedió a continua-

8 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1987, 19.



**Figura 6.1.** El precio de las acciones ordinarias de Salomon comparado con los índices de S&P 500 y las empresas de corretaje (indexado a 100 dólares en la fecha inicial).

ción, nos cuenta más sobre el Buffett inversor que sobre la inversión en Salomon.

«El 16 de agosto de 1991, a las siete menos cuarto de la mañana tuve una llamada telefónica», cuenta Buffett. «Eran los más altos ejecutivos de Salomon diciéndome que iban a presentar su dimisión».º Una semana antes, la compañía había admitido la violación de las normas de subasta del Tesoro cuando controlaba el 95 % de los pagarés del Tesoro a dos años, que se habían vendido en mayo. Las reglas del Tesoro establecen que una compañía no puede comprar en una subasta más del 35 % de la oferta total. Salomon no sólo había excedido muchísimo este límite, sino que había ocultado la violación a las autoridades durante varios meses. Gutfreund se enteró de la violación poco después de que se hubiera cometido; él, junto con otros altos ejecutivos de Salomon, fue criticado por no informar a las autoridades en el momento indicado. Las críticas fueron tan severas que Gutfreund no tenía otra posibilidad que la de dimitir.

Éste era un pequeño problema, admitía Buffett de manera guasona, ya que Salomon debía más dinero que cualquier otra compañía de EE UU, excepto Citicorp, y la mitad de ese dinero tenía que pagarse en pocas semanas. Si Salomon fracasaba, las repercusiones financieras para el país, así como para Berkshire Hathaway, serían dramáticas. Como no veía otra posibilidad

º Jim, Rasmussen, «Buffett Talks Strategy With Students», *Omaha World-Herald*, 2 de enero de 1994, 26.

de elección que la de asegurar a las autoridades reguladoras del Gobierno, a los políticos, a los accionistas y a los clientes que valía la pena salvar a Salomon, Buffett ofreció convertirse en presidente interino de Salomon hasta que la crisis se solucionara. Es justo decir que la presencia y liderazgo de Buffett durante la investigación impidieron el colapso de Salomon.

Durante los siguientes diez meses, Buffett nombró a Deryck Maughan, presidente y director general de Salomon Brothers, la unidad de banca de inversiones de la compañía. Maughan había dirigido las rentables operaciones del este de Asia de Salomon en Tokio. Seguidamente nombró a Robert Denham, socio gestor de Munger Tolles & Olson (el gabinete de abogados de Charlie Munger), como abogado superior. Denham, junto con Buffett, negociaron el acuerdo de 290 millones de dólares con los reguladores federales respecto a las violaciones de las licitaciones. Por último, Buffett reorganizó las evaluaciones de actuación, compensación y dirección de Salomon. Cuando Buffett dejó de ser presidente interino en junio de 1992, nombró a Robert Denham como presidente de Salomon Incorporated.

Cuando Salomon anunció sus violaciones, el precio de sus acciones cayó a 16 dólares por acción. Al cabo de cuatro años, el precio volvió al mismo nivel en que cotizaba después del desastre de octubre de 1987. Desde el momento en que Buffett se hizo cargo de Salomon en septiembre de 1991, el precio de las acciones de Salomon ha seguido creciendo de forma regular. En diciembre de 1993, veintiocho meses después de que se anunciara el escándalo, el precio de las acciones había subido un 193 % hasta llegar a los 47 dólares por acción. A pesar de la milagrosa recuperación, las acciones preferentes de Salomon han sido un desengaño relativo. No sólo el precio de las acciones ordinarias desde 1987, no ha conseguido sobrepasar el Standard & Poor's 500 (ver la figura 6.1), sino que ha sido espectacularmente inferior al de otras empresas de corretaje. La inversión de Berkshire en las preferentes de Salomon, que incluye dividendos y derechos de conversión en ordinarias, ha sido de un promedio del 13 % durante los seis últimos años. El rendimiento es menor de lo que un negocio medio podría haber rendido, pero claramente más que otros valores de renta fija a medio plazo.

Sin duda alguna, parte del crecimiento por debajo de la media de Salomon fue debido en su mayor parte a las acciones de la dirección. Éste es el primer caso en que una de las inversiones básicas de Berkshire ha sufrido por culpa de la conducta ilegal de los altos ejecutivos. Buffett siempre se ha imaginado que si fuera a cometer un error a la hora de evaluar un negocio, sería resultado de su mala comprensión de la economía futura de la compañía y no por culpa del comportamiento ético de la dirección. «A la hora de evaluar a la gente», decía Buffett, «uno busca tres cualidades: integridad, inteligencia y energía. Y si no tienes la primera, las otras dos te matarán».<sup>10</sup> Ninguna estadística financiera hubiera podido predecir los problemas de di-

10. *Ibid.*

rección de Salomon. Sin embargo, la realineación del consejo de administración para incluir a un presidente no ejecutivo, cuya prioridad es proteger el interés de los accionistas, ayudará a asegurar que los problemas futuros de la compañía serán tratados de una manera rápida y abierta.

Entre el 3 de febrero y el 4 de marzo de 1994, Buffett, en una serie de dieciocho transacciones diferentes, adquirió 5.519.800 acciones ordinarias de Salomon. Además de las 495.200 acciones de Salomon adquiridas previamente en noviembre de 1993, Berkshire Hathaway posee en la actualidad 6.015.000 acciones ordinarias de Salomon y 700.000 acciones preferentes. Al convertirse en propietario de acciones ordinarias, la confianza de Buffett en Salomon como negocio se ha incrementado de una forma patente. Sin embargo, Salomon sigue siendo una sociedad comercial y por lo tanto, sus beneficios son volátiles por naturaleza. Pero, como Buffett observa, los beneficios de See's Candy Shops también son volátiles. Sus resultados son increíblemente buenos por Navidad y malos en julio. Hay más de una forma, nos dice Buffett, de llegar al cielo.

Esta claro que la confianza de Buffett en Salomon ha crecido a causa de la nueva dirección y de los controles que él ha instalado. La compensación como ejecutivo de Deryck Maughan está vinculada al rendimiento sobre el capital de Salomon Brother's. Si a la compañía le va bien, y como resultado a los accionistas también les va bien, la compensación de Maughan se incrementará. Si los accionistas sufren, lo mismo le pasará al sueldo de Maughan. Buffett se siente aliviado al tener a Robert Denham como presidente no ejecutivo de Salomon. «No es un negocio tan predecible como Gillette o Coca-Cola», dice Buffett, «pero tenemos a unas cuantas personas excelentes dirigiendo Salomon».<sup>11</sup>

### ***USAir Group***

El 7 de agosto de 1989, Berkshire invirtió 358 millones de dólares en USAir Group; a cambio, Berkshire recibió acciones preferentes convertibles que rinden el 9,25 %. Son convertibles en acciones ordinarias a 60 dólares por acción. Si Berkshire no las convierte en ordinarias, USAir ha de redimirlas en diez años. En el momento en que Berkshire invirtió en USAir, el precio de las acciones ordinarias de la compañía se cotizaba a 50 dólares por acción. La compra, confesó Buffett, «fue realizada con una oportunidad exquisita. Me lancé al negocio casi exactamente en el mismo momento en que empezó a tener problemas».<sup>12</sup>

Cuando Buffett invirtió en USAir, se imaginaba que la compañía se beneficiaría de las sinergias creadas por la adquisición de Piedmont Airlines. Además, el sector de las líneas aéreas se estaba consolidando. En el pasado,

11 . Nightly Business Report, entrevista con Linda O'Bryon, 28 de abril de 1994.

12 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1990, 18.

USAir había demostrado una marcha impresionante. Desde 1981 a 1988 había tenido un promedio de rendimiento sobre el capital del 14 %. Los márgenes antes de impuestos tenían un promedio entre el 8 y el 12 %, y el valor de mercado de la empresa ascendió de los 200 millones a los 1,5 billones de dólares.

Sin embargo, Buffett no estaba familiarizado con el sector de las líneas aéreas. No tenía conocimiento sobre la forma de predecir la economía de este negocio. Así pues, en lugar de invertir únicamente en acciones ordinarias, Buffett optó por las acciones preferentes. «Esto no quiere decir que preveamos un futuro negativo para USAir; somos agnósticos, no ateos», escribió Buffett. «Nuestra falta de fuertes convicciones al respecto (de este negocio) significa que hemos de estructurar nuestra inversión de una manera diferente a como lo haríamos si invirtiéramos en un negocio que pareciera tener unas espléndidas características económicas».<sup>13</sup>

Sin embargo, Buffett creía que bajo unas condiciones tolerables del sector, las acciones ordinarias de USAir funcionarían bien, y que por lo tanto las preferentes y convertibles de Berkshire seguirían la línea de apreciación de las ordinarias; lo que aprendió fue otra cosa.

Los problemas de USAir fueron ocasionados por su difícil fusión con Piedmont y por el comportamiento irracional del sector de las líneas aéreas. Buffett admite que cabía esperar que la fusión con Piedmont sería seguida por un tumulto y confusión. Las fusiones en general se comportan de esta forma, y en el negocio de las líneas aéreas prevalecen las fusiones difíciles. Afortunadamente, Ed Colodny, presidente de USAir y Seth Schofield, vicepresidente, corrigieron pronto las complicaciones de la fusión. Sin embargo, ninguno de ellos pudo impedir la debacle que pronto cayó sobre el sector de las líneas aéreas.

El servicio de las líneas aéreas es un producto de consumo. La elección de una línea aérea por los consumidores depende con frecuencia del precio. A medida que las líneas aéreas luchaban por la cuota de mercado, bajaban los precios continuamente. «La economía del sector de las líneas aéreas», explicaba Buffett, «se ha deteriorado a un ritmo alarmante, acelerado por las tácticas kamikaze de precios de ciertos transportistas».<sup>14</sup> La conducta de fijación de precios prevalecía más entre los transportistas que habían quebrado. Una vez que una línea aérea se declara en suspensión de pagos, puede continuar ofreciendo vuelos a los clientes mientras funciona libre de deuda. Como están hambrientas de dinero en metálico, las líneas aéreas en suspensión de pagos venden vuelos por debajo del coste, con tal de generar dinero. El problema en un negocio de consumo, aprendió Buffett, es que uno sólo es tan listo como su competidor más tonto. Las líneas aéreas saludables fueron arrastradas hacia abajo por el tonto comportamiento de las líneas aéreas

13 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1989, 17.

14 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1990, 19.

en suspensión de pagos. Sin embargo, Buffett se imaginaba que a menos que el sector de las líneas áreas fuera diezmada, la inversión de Berkshire en USAir proporcionaría un rendimiento razonable.

Desgraciadamente, en 1991, el sector de las líneas aéreas tuvo su peor año de la historia. En un período de catorce meses, Midway, Pan Am, America West, Continental y TWA se declararon en suspensión de pagos. Bajo la protección y el aliento de los tribunales, todas estas líneas aéreas siguieron funcionando, con tarifas por debajo de los costes de otras líneas aéreas marginales que estaban luchando por seguir siendo rentables. Los tribunales estaban creando un efecto dominó que amenazaba a todo el sector de las líneas aéreas. En 1991, este sector perdió más dinero en un solo año del que se había ganado en conjunto desde el primer vuelo de los hermanos Wright en Kitty Hawk. En 1991, Buffett redujo el valor de mercado de sus acciones preferentes convertibles de USAir a 232 millones de dólares, 126 millones menos de lo que había pagado. «La baja valoración que hemos dado a USAir», dijo Buffett, «refleja el riesgo de que el sector siga siendo no rentable para virtualmente todos los que participan en ella, un riesgo que está lejos de ser despreciable».<sup>15</sup>

Buffett admite que a pesar de que entendía la naturaleza competitiva del negocio de las líneas aéreas, nunca se imaginó la conducta implacable y sanguinaria de los ejecutivos de las mismas. Después de haber tenido que soportar la economía de este sector, Buffett sacó la conclusión de que no existía un negocio peor que el negocio de las líneas aéreas. Es un negocio de bienes de consumo con unos inmensos costes fijos y una excesiva capacidad de producción. A pesar de los esfuerzos de unas direcciones expertas, la recompensa es la supervivencia, dice Buffett, no la prosperidad.

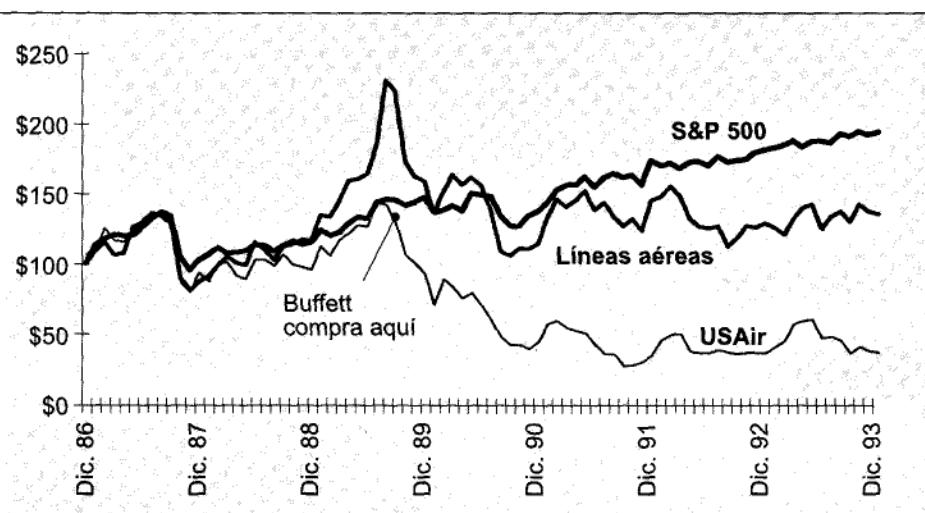
El potencial de supervivencia de USAir se incrementó notablemente con la inversión minoritaria de British Air en la compañía. British Air compró por 300 millones de dólares un 19,9 % de acciones con derecho a voto en USAir Group. Esta alianza transatlántica estaba diseñada para canalizar pasajeros hacia ambas líneas aéreas, conectando vuelos entre los transportistas. USAir llevaría viajeros norteamericanos a Heathrow, donde conectarían con British Air para seguir sus viajes transcontinentales. De igual modo, British Air llevaría viajeros europeos a EE UU, donde cambiarían de avión y seguirían sus vuelos a bordo de USAir. Conceptualmente, la alianza tenía sentido. Por supuesto, fusionar el servicio de líneas aéreas no es nunca fácil.

La inversión convertible en USAir fue una equivocación, «un error no forzado», confiesa Buffett. Al igual que Salomon, USAir no sólo se ha comportado por debajo del Standard & Poor's 500 (ver la figura 6.2) sino que ha hecho lo mismo con su grupo de competidores. Un estudiante de la Universidad de Columbia le preguntó a Buffett por qué había invertido en USAir.

---

15 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1991, 17.

«Mi psicólogo me pregunta lo mismo», bromeó Buffett. «En la actualidad tengo un número de teléfono 800 al que llamo si alguna vez siento la necesidad de comprar acciones de una línea aérea. Les digo «Mi nombre es Warren, y soy un aire-cohólico» y ellos me hablan hasta que se me pasa».<sup>16</sup>



**Figura 6.2.** El precio de las acciones ordinarias de USAir comparado con los índices S&P 500 y el de las líneas aéreas. (Indexado a 100 dólares en la fecha inicial).

### *Champion International*

El 6 de diciembre de 1989, Champion International vendió 300.000 acciones preferentes convertibles a Berkshire Hathaway. Cada una de las acciones preferentes tenía derecho a unos dividendos acumulativos a una tasa anual de 92,50 dólares. Además, la preferente es convertible en 26,3 acciones ordinarias a 38 dólares por acción. Cuando Berkshire compró las preferentes, las acciones ordinarias de Champion se estaban cotizando a 30 dólares la acción.

Andrew Sigler, presidente y director general de Champion International, ha sido un crítico de las absorciones hostiles. Temiendo que Champion podía ser pronto el objetivo de una absorción (en 1989 Georgia-Pacific estaba adquiriendo a Great Northern Nekoosa), Sigler invitó a Buffett a invertir en la empresa. Las acciones preferentes convertibles de Berkshire representaban una posición del 8 % en la compañía y se pretendía disuadir a cualquier absorción hostil.

Buffett no estaba más familiarizado con el sector de los productos foresta-

16 . Rassmussen, «Buffett Talks Strategy With Students», 26.

les de lo que lo estaba con los sectores de corretaje y de líneas aéreas. Incapaz de predecir la economía futura del negocio, buscaba que las acciones preferentes convertibles fueran una protección contra la inseguridad. Antes de la inversión de Berkshire, Champion era un actor apagado. Las acciones habían estado saltando entre 22 y 40 dólares por acción durante varios años. En los diez años antes de que Buffett adquiriera las preferentes, Champion tenía un promedio de un 7 % de rentabilidad sobre el capital, a pesar de que entre 1987 y 1989 esta rentabilidad había mejorado llegando al 12 %. La deuda en relación al capital ha llegado a un promedio del 60 %, una mayor carga de deuda de la que Buffett se sentiría cómodo.

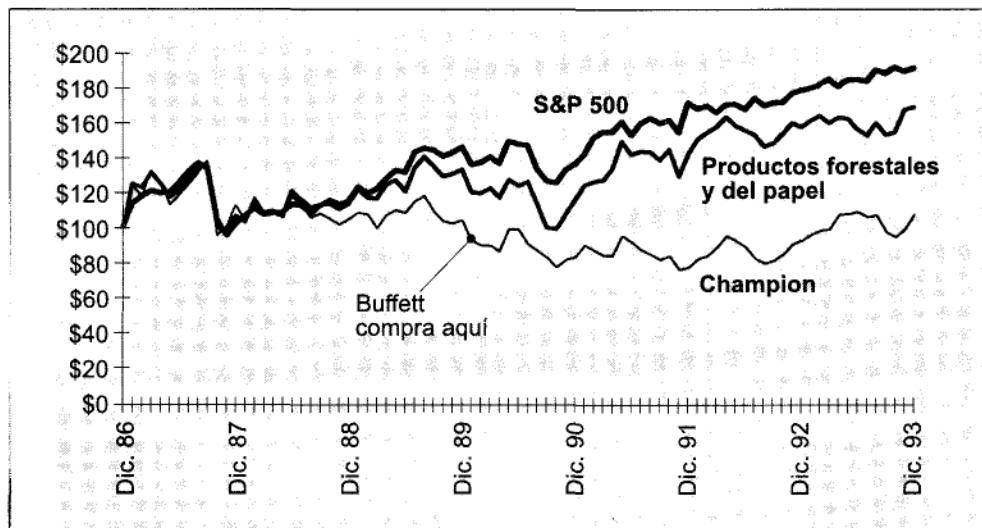
Lo mejor que puede decirse es que la compañía está cotizando a un descuento de su valor contable. Este valor contable incluye modernas fábricas de papel y valiosas explotaciones madereras. La empresa poseía 5,8 millones de acres de áboles de madera, valorados en 1,5 billones de dólares en valor contable. Otras transacciones que involucraran la venta de madera similares a las explotaciones de Champion colocarían el precio de los terrenos de la empresa en cerca de los 2,6 billones de dólares. En la época en que Berkshire invirtió en las acciones preferentes convertibles, Champion había adquirido 2,8 millones de sus acciones de una recompra de 10 millones de acciones autorizada por el consejo de administración. A pesar de que los resultados de los productos forestales y del papel no era impresionante en absoluto, Champion poseía un valor no reconocido en sus posesiones madereras. Si la empresa vendía parte de su madera y utilizaba los resultados para recomprar acciones y reducir la deuda, el precio de las acciones ordinarias de Champion subiría, tal y como lo harían las acciones preferentes de Berkshire.

A pesar del potencial de mejora, el progreso de Champion ha sido lento. Después de quince años de ingresos positivos consecutivos, la compañía perdió dinero en 1991, 1992 y 1993. La poca demanda de productos de papel junto con la excesiva capacidad de producción han dado como resultado reducciones de precio del 25 %. Los márgenes de rentabilidad han sido exprimidos y el precio de las acciones ha seguido languideciendo (ver la figura 6.3).

A pesar de que la actuación económica a corto plazo de Champion se ha quedado atrás tanto del Standard & Poor's 500 y del índice de papeleras y forestales (ver la figura 6.3), su valor a largo plazo siguen siendo sus explotaciones madereras. Para los inversores a largo plazo, «las compañías madereras son un almacén de valor contra la inflación. Los archivos muestran que la madera en el árbol tiende a generar unos rendimientos totales a largo plazo del 4 y el 6 % sobre las tasas de inflación».<sup>17</sup> A lo largo de los años, Buffett ha mantenido un prejuicio hacia una inflación más alta. Posiblemente, las explotaciones madereras de Champion representan una barrera contra la

---

17 . Richard Phalon y Gilbert Steedly, «Paper Chase», *Forbes*, 14 de febrero de 1994, 184.



**Figura 6.3.** El precio de las acciones ordinarias de Champion International comparado con los índices de S&P 500 y de los productos forestales y papel (indexado a 100 dólares en la fecha inicial).

inflación para Berkshire Hathaway. Por cada cien acciones de Champion International que poseen los inversores, su interés proporcional es igual a 5,5 acres de madera de primera calidad.

#### American Express

El 1 de agosto de 1991, Buffett invirtió 300 millones de dólares en American Express. Las acciones preferentes de American Express eran diferentes de las restantes acciones preferentes convertibles de Berkshire. A pesar de que tienen un 8,85 % de dividendo fijo, las preferentes deben convertirse tres años después de su emisión en un máximo de 12.244.898 acciones ordinarias de American Express. Si el valor para Berkshire de las acciones de American Express en el momento de la conversión es de 414 millones de dólares o más, la tasa de conversión se ajustará a la baja para limitar el valor de las acciones ordinarias que Berkshire reciba.

A diferencia de otras preferentes convertibles, las preferentes de American Express tienen un techo en su parte alta. A Berkshire se le permite ampliar el período de conversión en un año si el precio de American Express es de 24,50 dólares por acción o menos –el precio de punto de equilibrio de Berkshire– en el tercer aniversario de la emisión de las preferentes. A pesar de que el acuerdo permite a Berkshire ampliar la fecha de conversión en un año, no hay límite inferior para el precio de las acciones de American Express. Si el precio de las acciones el año siguiente es de 20 dólares, Berkshire

tendrá que convertir a ese precio. En el momento en que American Express emitió las preferentes a Berkshire, el precio de su acción ordinaria se cotizaba a 25 dólares por acción.

En 1991, American Express inició una campaña para obtener capital. Su unidad de corretaje, Shearson Lehman Brothers, se encontraba muy ligera de capital después de toda una serie de amortizaciones. La división de tarjetas de crédito de American Express estaba proporcionando fondos a las deficiencias de Shearson. Ese año, Standard & Poor's bajó la categoría de la deuda principal de American Express, un apuro inmediato para James Robinson, presidente y director general de American Express. Jack Byrne, antiguo presidente de GEICO y ahora miembro del consejo de administración de American Express, sugirió que Robinson se pusiera en contacto con Buffett respecto a una inversión en acciones que inmediatamente obtendría rentabilidad. «Le dije a Jack que estaba interesado», recuerda Buffett, «y él hizo que Jim Robinson me llamara».<sup>18</sup> Una semana más tarde, Buffett invirtió 300 millones de dólares en una emisión privada de acciones preferentes de American Express.

No está claro el motivo por el que Buffett aceptara las restricciones de American Express. El techo superior limitaba la ganancia de Berkshire al 37 %. Si el precio de las acciones de American Express alcanza los 37,53 dólares, la compañía tiene la opción de redimir las acciones en una escala descendente hasta 33,79 dólares. Sin embargo, Buffett quería invertir a pesar de las restricciones. Admite que hubiera invertido hasta 500 millones de dólares pero Robinson sólo quería emitir 300 millones de dólares en acciones preferentes. Buffett avisa a los lectores de que no deberían analizar su último movimiento como si fuera un portento. «Para mí, es lo que había disponible en ese momento».<sup>19</sup> Las alternativas de renta fija disponibles eran las obligaciones del Tesoro al 3 % y los bonos del Tesoro al 7,5 %.

En octubre de 1991, dos meses después de que Buffett hubiera invertido en American Express, la compañía anunció una disminución del 93 % en los beneficios del tercer trimestre. Las acciones ordinarias de American Express cayeron a 18 dólares (ver la figura 6.4). Desde entonces, el precio de las acciones ha ido subiendo a regañadientes. En 1992, la empresa vendió una participación del 46 % en First Data, la filial de sistemas de información de la empresa, obteniendo 975 millones de dólares. En 1993, la empresa vendió su empresa de corretaje Shearson por 1 billón de dólares a Primerica. Se ha quedado con la división de intercambio comercial y de banca de inversores Lehman Brothers pero planeaba transferir las acciones de esta filial a los accionistas de American Express en 1994. Lo que ha quedado después de esta trasferencia de acciones es la División de Servicios Relacionados con los Viajes (la división de tarjeta de crédito) de la empre-

18 . «Why AMEX Wooed Warren Buffet», *Business Week*, 19 de agosto de 1991, 97.

19 . *Ibid.*

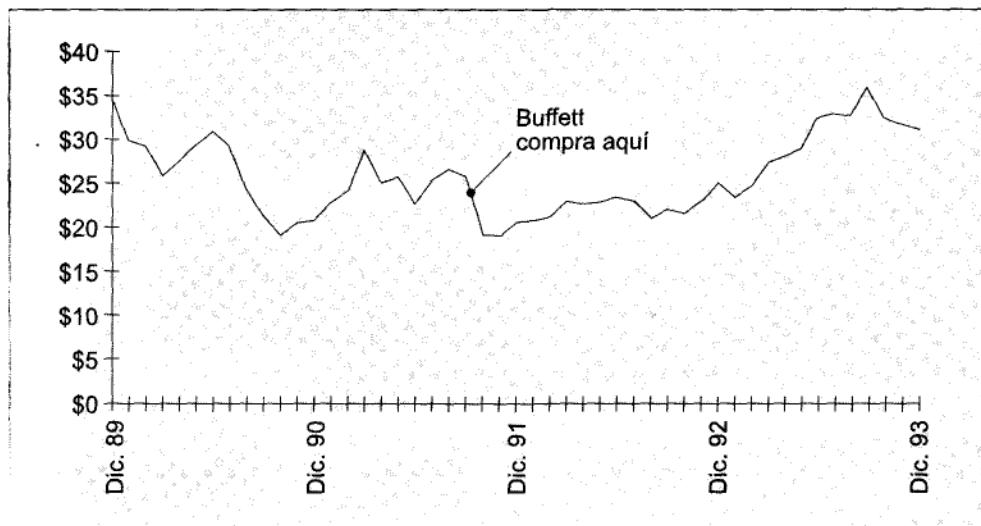


Figura 6.4. El precio de las acciones ordinarias de American Express.

sa, IDS Financial Services (una filial de inversiones y planificación financiera), el American Express Bank, y una participación del 54 % en First Data Corporation.

A finales del año 1993, las acciones ordinarias de American Express llegaron a los 31 dólares por acción. Si Berkshire hubiera sido capaz de convertir en ordinarias a este precio, hubiera ganado 80 millones de dólares con su inversión. Incluyendo los dividendos recibidos, el rendimiento medio anual a dos años de Berkshire sobre su inversión en American Express ha sido del 21 %.

#### *El verdadero valor de las convertibles*

Es importante recordar que Buffett piensa en las acciones preferentes convertibles, primero como valores de renta fija y en segundo lugar, como vehículos para la revalorización. Se ha concedido mucha atención a la actuación subyacente de las acciones ordinarias de cada preferente, ignorando las ventajas inherentes a las propias preferentes. Por ejemplo, cuando las acciones ordinarias de Salomon cotizaron a 22 dólares por acción, varios periodistas se imaginaron que las preferentes de Salomon, convertibles en ordinarias a 38 dólares, valían el 60 % de su valor nominal. Este razonamiento, señala Buffett, «debe concluir con que todo el valor de una preferente convertible reside en el privilegio de la conversión y que el valor de una preferente no convertible de Salomon sería cero, sin tener en cuenta para nada su

20. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1990, 19.

cupón o los términos de su redención».<sup>20</sup> El valor de las acciones preferentes convertibles de Berkshire dimana principalmente de sus características de renta fija, nos explica Buffett. De ahí pues que el valor de las acciones preferentes de Berkshire no pueda ser menor en absoluto que el valor de una preferente convertible similar y puede que incluso valga más a causa de los derechos de conversión.

Buffett espera que Berkshire recibirá de sus inversiones en acciones preferentes convertibles, por lo menos, su dinero más los dividendos. Está claro que se sentiría defraudado si eso fuera todo lo que Berkshire recibiera. Buffett, por supuesto, se da cuenta de que a fin de recibir un rendimiento mejor que un rendimiento fijo preferente, a las acciones ordinarias en las que se ha invertido les ha de ir bien. «Será necesario disponer de una buena dirección y por lo menos, unas favorables condiciones del sector, si es que eso ha de suceder», dice Buffett.<sup>21</sup> El sector de los servicios financieros parece más favorable que el sector de las líneas aéreas, lo que sugiere que los rendimientos de las acciones ordinarias de Salomon y American Express deberían superar a los de USAir. A pesar de que Champion International se ha comportado poco bien desde la inversión de Berkshire, sigue teniendo un potencial de mejora. Como grupo, Buffett nunca ha esperado que los rendimientos de las preferentes convertibles de Berkshire igualen la rentabilidad de un negocio maravilloso. Lo que sí espera, sin embargo, es que los rendimientos sobrepasen los resultados de la mayoría de carteras de renta fija.

---

21. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1989, 17.

## Renta variable no permanente

Además de sus inversiones permanentes de acciones ordinarias, descritas en el capítulo 5, Berkshire Hathaway posee inversiones significativas en otros cinco valores. En 1993, Berkshire poseía el 14 % de General Dynamics Corporation, el 11 % de The Gillette Company, el 12 % de Wells Fargo & Company, el 7 % de Federal Home Loan Mortgage Corporation, y el 2 % de Guinness plc.

La diferencia primordial entre las inversiones permanentes y las «no permanentes» es la de las relaciones personales. Tal como hemos visto, a lo largo de los años Warren Buffett ha desarrollado no sólo una estrecha asociación de negocios con los directores de las participaciones permanentes de Berkshire, sino también una cordial y efusiva amistad personal, fortalecida por muchos años de interacción.

A pesar de que las relaciones personales afectan a la disciplina de venta de las inversiones permanentes de acciones ordinarias de Berkshire, las características de compra, tanto de las acciones permanentes como de las no permanentes, son las mismas. En todos los casos, Buffett busca empresas con economías atractivas, conducidas por directores orientados hacia los accionistas, y que además estén disponibles a precios atractivos. Una vez que ha adquirido estas empresas, Buffett se siente «absolutamente contento de tener esos valores durante un tiempo indefinido, siempre que las perspectivas del rendimiento sobre el capital del negocio subyacente sean satisfactorias, la dirección sea competente y honesta y el mercado no sobrevalore el negocio».¹

### The Gillette Company

The Gillette Company (Gillette) es una empresa internacional de productos para el consumidor. Su negocio incluye la fabricación y distribución de cuchillas y maquinillas de afeitar, artículos de tocador y cosméticos, produc-

1 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1987, 15.

tos, máquinas de afeitar eléctricas, pequeños electrodomésticos y productos, y aparatos para el cuidado bucal. La empresa tiene explotaciones de fabricación en 28 países y distribuye sus productos en más de 200 países y territorios. Las explotaciones en el extranjero representan más del 60 % de las ventas e ingresos de Gillette.

### **Dogma: perspectivas favorables a largo plazo**

La empresa fue fundada por King C. Gillette a finales del siglo pasado. Siendo joven, Gillette pensaba cómo podría hacerse rico. Un amigo le sugirió que inventara un producto que los consumidores sólo utilizasen una vez, lo tiraran y lo sustituyeran por otro. Mientras trabajaba de vendedor en Crown, Cork & Seal, Gillette tuvo la idea de fabricar una cuchilla de afeitar desechable. En 1903, su recién establecida empresa empezó a vender la maquinilla de afeitar Gillette con veinticinco cuchillas desechables por cinco dólares.

Hoy en día, Gillette es el fabricante y distribuidor mundial de cuchillas y maquinillas de afeitar, líder en su campo. Su cuota de mercado es del 64 %, millas por delante del producto número dos, Warner-Lambert's Schick, que tiene un 13 % del mercado. Gillette domina tanto en todo el mundo, que en muchos idiomas su nombre se ha convertido en sinónimo de «cuchilla de afeitar». En Europa, la empresa tiene una cuota de mercado del 70 %, el 80 % en Sudamérica. Las ventas acaban de empezar a crecer en Europa del Este, India y China. Por cada cuchilla que Gillette vende en EE UU, vende cinco en el extranjero. Aunque las cuchillas de afeitar representan, aproximadamente, un tercio de las ventas de la empresa, constituyen dos tercios de sus beneficios.

### **Dogma: un historial consistente de funcionamiento**

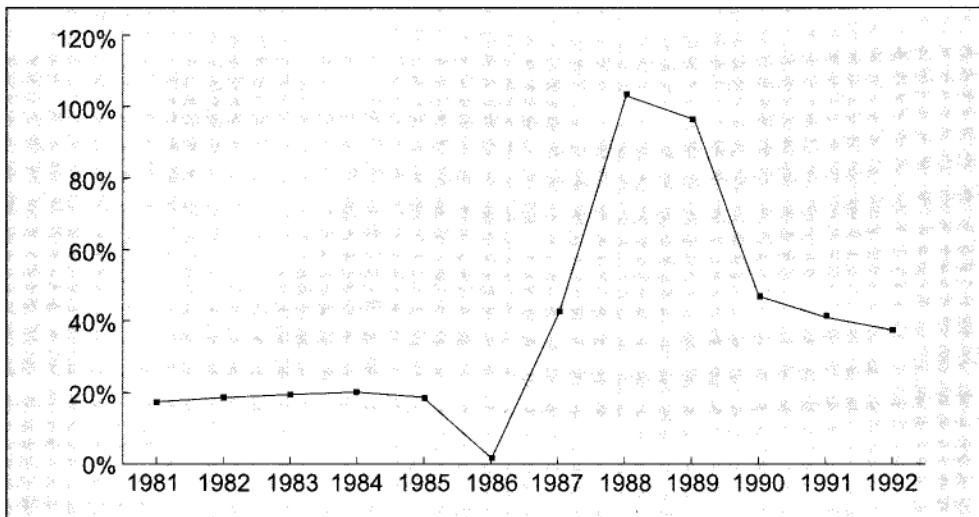
Pocas empresas han dominado su sector durante tanto tiempo como Gillette. Era la marca líder en maquinillas y cuchillas de afeitar en 1923 y la marca líder en 1993. El mantenimiento durante tantos años de esa posición, ha exigido que la empresa gastara cientos de millones de dólares inventando nuevos y mejores productos. A pesar de que Wilkinson, en 1962, desarrolló la primera cuchilla de acero inoxidable revestida, Gillette reaccionó rápidamente y desde entonces ha trabajado mucho para seguir siendo el líder de la innovación mundial en productos de afeitar. En 1972, Gillette desarrolló la popular cuchilla de doble hoja Trac II. En 1977, la empresa presentó la maquinilla «Atra» con su cabezal pivotante. Más recientemente, en 1989, la empresa desarrolló la popular «Sensor», una maquinilla con cuchillas suspendidas de forma independiente. El éxito continuado de Gillette es resultado de su innovación y de la protección de la patente de sus nuevos productos.

A pesar de este envidiable perfil de la empresa, Gillette pasó por un difícil período financiero al principio de los años ochenta. A diferencia de otras empresas de éxito que, con frecuencia, se hinchan a causa de su suerte, Gillette ha sido siempre una empresa bien dirigida. Colman Mockler, director general de Gillette en los años ochenta, llevaba el negocio como si fueran tiempos de carestía. Recortó los costes, redujo la mano de obra y cerró los negocios que no funcionaban bien. Bajo el liderazgo de Mockler, la productividad aumentó en un 6 % cada año.

Las desgracias temporales de la empresa fueron consecuencia de las maquinillas desechables baratas que, inmediatamente, recortaron los márgenes de beneficio. En 1974, Bic presentó su maquinilla desechable en Grecia. Inicialmente, se pensaba que las maquinillas desechables capturarían sólo el 10 % del mercado del afeitado. En lugar de ello, consiguieron el 50 %. Gillette, que ya había sido sorprendida una vez por la introducción de las cuchillas revestidas de Wilkinson en los años sesenta, reaccionó inmediatamente ante la amenaza de Bic y la contrarrestó con su propia maquinilla desechable. Gracias a una fuerte promoción, Gillette consiguió rápidamente el liderazgo de este segmento de mercado. Sin embargo, y a pesar de que el precio de la maquinilla desechable de Gillette era más alto, los márgenes de beneficio de la empresa fueron estrujados.

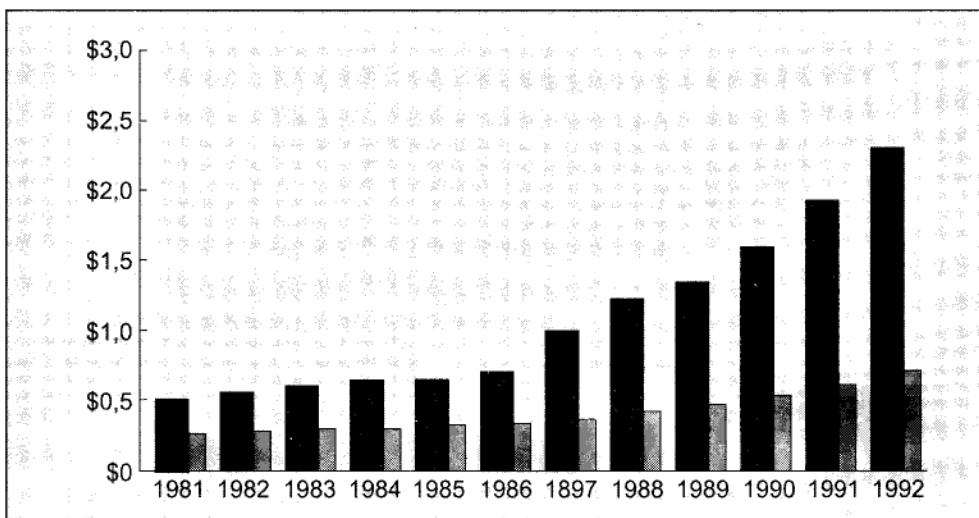
Al final Gillette superó la dura competencia de Bic con la presentación de la «Sensor». Gillette se imaginaba que la mitad del mercado del afeitado, compuesto por hombres a partir de cuarenta y cinco años de edad, pagaría un precio más caro por una maquinilla que les garantizara un afeitado más suave y más apurado, y ninguna maquinilla lo hacía tan bien como la «Sensor». En lugar de perder la imagen de empresa como fabricante de productos de calidad para el afeitado, la empresa dejó de anunciar las desechables y dedicó todos sus recursos de publicidad y marketing a la «Sensor». Fue una estrategia arriesgada pero valió la pena.

En los años ochenta, Gillette era una empresa vibrante e innovadora de productos para el consumidor. Esto era aún más evidente desde dentro de la empresa, en la que equipos de investigación y desarrollo estaban inventando nuevos y excitantes productos, que desde el exterior, en donde los inversores estaban viendo otra cosa. A causa de la competencia de las maquinillas desechables de más bajo margen, Gillette empezaba a parecer una empresa dedicada a los bienes de consumo, madura y de lento crecimiento que estaba a punto para ser absorbida. Desde 1981 a 1985, los márgenes de beneficio antes de impuestos estuvieron girando entre el 9 y el 11 %. El rendimiento sobre el capital (ver la figura 7.1), a pesar de que era de un respectable 20 %, se estancó sin ninguna señal de que fuera a mejorar. El crecimiento del beneficio de Gillette también era anémico. Entre 1981 y 1985, el beneficio anual creció a una tasa del 5,2 % (ver la figura 7.2), mientras que las ventas casi no se movían, creciendo menos de un 1 % al año. En pocas palabras, la empresa parecía paralizada.



**Figura 7.1.** Rentabilidad sobre el capital de The Gillette Company.

Durante esta época, Mockler luchó contra cuatro intentos de absorción, que culminaron en una batalla duramente disputada contra Coniston Partners, en 1988. Gillette ganó a duras penas los votos por poder, acumulando sólo el 52 % de los votos. Pero al hacer eso, la empresa se obligó a sí misma a recomprar 19 millones de acciones de Gillette a 45 dólares por acción. Los accionistas ins-



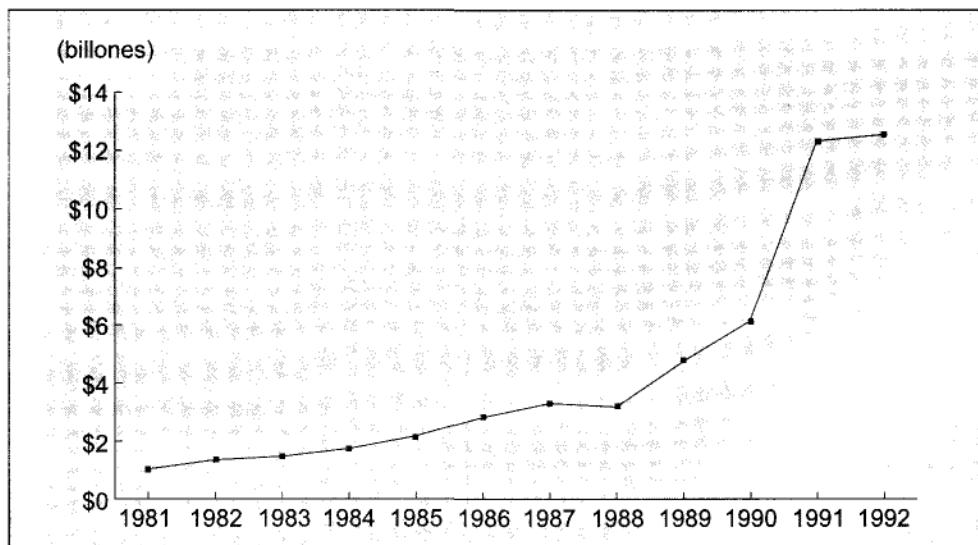
**Figura 7.2.** Evolución del beneficio y del dividendo por acción de The Gillette Company.

titucionales de acciones de Gillette cayeron del 55 % en circulación al 35 %. Entre 1986 y 1988, la empresa sustituyó 1,5 billones de dólares en capital con deuda, y durante un corto período, Gillette tuvo un activo neto negativo.

### **Dogma: sencillo y comprensible**

En este punto, Buffett llamó a su amigo Joseph Sisco, un miembro del consejo de Gillette, y le propuso que Berkshire invirtiera en la empresa, proporcionando con ello a Gillette un capital muy necesario. Gillette emitió a Berkshire 600 millones de dólares en acciones preferentes convertibles en julio de 1989, y utilizó los fondos para pagar deuda. Buffett recibió unos valores preferentes convertibles al 8,75 %, con una redención obligatoria en diez años y la opción para convertirse en acciones ordinarias de Gillette a 50 dólares por acción, un 20 % más que el precio del momento. «El negocio de Gillette es del tipo que nos gusta», escribió Buffett. «Charlie (Munger) y yo pensamos que entendemos la economía de la empresa y por lo tanto creamos que podemos adivinar su futuro, de una forma razonablemente inteligente».<sup>2</sup> En 1989, Buffett entró a formar parte del consejo de administración de Gillette. Ese mismo año presentaron la «Sensor», dos coincidencias provechosas (ver la figura 7.3).

Los términos de las acciones preferentes convertibles de Gillette impidie-



**Figura 7.3.** El valor de mercado de The Gillette Company.

2 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1989, 17.

ron que Buffett las convirtiera en ordinarias durante dos años. Sin embargo, Gillette retuvo el derecho a redimir las acciones a la par y forzar la conversión si el precio de las acciones ordinarias pasaba de los 62,50 dólares, por lo menos veinte días consecutivos de cotización. Después de la introducción de la «Sensor», la prosperidad de Gillette se magnificó. Los dividendos por acción empezaron a crecer a una tasa del 20 % anual. Los márgenes antes de impuestos aumentaron del 12 al 15 %, y el rendimiento del capital llegó al 40 %, el doble que a principios de los ochenta.

En febrero de 1991, la empresa anunció una emisión gratuita de 2 por una. El precio de las acciones de Gillette era entonces de 73 dólares cada una. Como sea que había pasado de los 62,50 dólares durante más de veinte días consecutivos de cotización, la empresa anunció que iba a redimir las acciones preferentes convertibles de Berkshire. Berkshire convirtió sus preferentes y recibió 12 millones de acciones ordinarias, o sea el 11 % de las acciones en circulación de Gillette. En menos de dos años, la inversión de 600 millones de dólares de Berkshire en Gillette había crecido hasta llegar a los 875 millones de dólares, una ganancia del 45 % excluyendo los dividendos.

### **Dogma: determinar el valor.**

Ahora que Berkshire poseía las ordinarias de Gillette que rinden el 1,7 % contra las preferentes convertibles que rinden el 8,75 %, su inversión en Gillette ya no era un valor de renta fija con un potencial de revalorización. Si Berkshire iba a retener sus acciones ordinarias, Buffett necesitaba estar convencido de que Gillette era una buena inversión. Sabemos que Buffett entendía la empresa y que las perspectivas a largo plazo de la misma eran favorables. Las características financieras de Gillette, incluyendo la rentabilidad sobre el capital y los márgenes antes de impuestos, estaban mejorando. La capacidad de aumentar los precios, y por lo tanto de impulsar la rentabilidad del capital a unas tasas por encima del promedio, señalaban el creciente fondo de comercio económico de la empresa. Mockler estaba reduciendo a propósito la deuda a largo plazo de Gillette y trabajaba mucho para aumentar el valor de los accionistas. En pocas palabras, la empresa reunía todos los requisitos para la compra. Lo que le faltaba a Buffett era determinar el valor de la empresa y asegurarse de que Gillette no estaba sobrevalorada.

Los beneficios del accionista de Gillette al terminar el ejercicio 1990 eran de 275 millones de dólares (ver la tabla A.22 del Apéndice). Entre 1987 y 1990, los beneficios del accionista crecieron a una tasa anual del 16 %. A pesar de que éste es un período demasiado breve para juzgar completamente el crecimiento de una empresa, podemos empezar a hacer ciertas asunciones. De hecho, en 1991 Buffett comparó Gillette con Coca-Cola. «Coca-Cola y Gillette son dos de las mejores empresas del mundo», escribió

Buffett, «y esperamos que sus beneficios crezcan a unas tasas muy fuertes en los años venideros».<sup>3</sup>

A principios de 1991, el bono a treinta años del gobierno de EE UU se estaba cotizando a un interés del 8,62 %. Para ser conservadores, podemos utilizar un tipo de descuento del 9 % para valorar a Gillette. Es importante recordar que Buffett no añade una prima de riesgo de capital a la tasa de actualización. Al igual que Coca-Cola, el crecimiento potencial de los beneficios de Gillette excede la tasa de actualización, y por lo tanto hemos de utilizar nuevamente el modelo de descuento de dos fases. Si asumimos un crecimiento anual de los beneficios de un 15 % durante diez años, seguido de un crecimiento más lento del 5 % a partir de ahí, descontando los beneficios del accionista de Gillette de 1990 al 9 %, el valor aproximado de Gillette es de 16 billones de dólares (ver la tabla A.23 del Apéndice). Si ajustamos la tasa de crecimiento futuro de Gillette hacia abajo al 12 %, el valor de la empresa es aproximadamente de 12,6 billones de dólares; al 10 % de crecimiento el valor sería de 10,8 billones de dólares. Al 7 % de crecimiento en beneficios del accionista, el valor de Gillette es por lo menos de 8,5 billones de dólares.

#### *Dogma: comprar a precios atractivos*

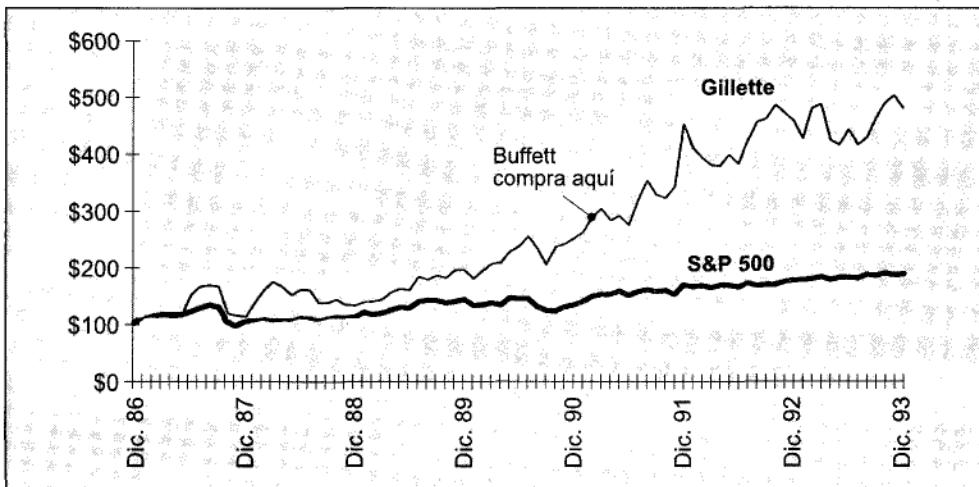
Desde 1984 hasta 1990, la ganancia media anual en las acciones de Gillette fue del 27 %. En 1989, el precio de las acciones ganó el 48 % (ver la figura 7.4), y en 1990, el año antes de que Berkshire convirtiera sus preferentes en ordinarias, el precio de las acciones de Gillette subió un 28 %. En febrero de 1991, el precio de las acciones de Gillette llegó a los 73 dólares por acción (antes del fraccionamiento), entonces un verdadero récord. En esa época, la empresa tenía 97 millones de acciones en circulación. Cuando Berkshire realizó la conversión, el total de acciones subió a los 109 millones. El valor de mercado de Gillette era de 8,03 billones de dólares.

Según las asunciones de crecimiento que haya hecho usted para Gillette, en el momento de la conversión, el precio de mercado de la empresa estaba en un 50 % de descuento del valor (15 % de crecimiento), 37 % de descuento del valor (12 % de crecimiento), o a un 25 % de descuento del valor si se asumía un 19 % de crecimiento futuro de los beneficios del accionista de Gillette. A un crecimiento del 7 %, el valor de Gillette, a 8,5 billones de dólares era aproximadamente igual a su precio de mercado. En cualquier caso, en 1991, Gillette no estaba sobrevalorada en relación a su valor asumido.

#### *Dogma: la premisa de un dólar*

A finales de 1992, el precio de las acciones de Gillette alcanzó los 56 dólares (112 dólares antes del fraccionamiento). La plusvalía no realizada de

3 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1991, 5.



**Figura 7.4.** El precio de las acciones ordinarias de Gillette comparado con el Índice S&P 500. (Indexado a 100 dólares en la fecha inicial).

Berkshire era de 765 millones de dólares, un rendimiento del 127 % sobre su inversión original de 600 millones de dólares. Desde 1988 a 1992, el valor de mercado de Gillette aumentó en 9,3 billones. Durante este tiempo, la empresa ganó 1,6 billones de dólares, distribuyó 582 millones de dólares a los accionistas y retuvo 1,011 billones de dólares para reinvertir. Por cada dólar que retuvo, el valor de mercado de la empresa aumentó 9,21 dólares. Este comportamiento por encima de la media se ve reflejado en la actuación del precio de las acciones ordinarias de Gillette relativas al Standard & Poor's 500 (ver la figura 7.4). El negocio de hojas de afeitar de Gillette es un beneficiario de primera clase de la globalización. El crecimiento de las ventas de unidades de cuchillas en los países en vías de desarrollo es del 30 % y debería seguir creciendo igual a medida que la empresa se infiltre en la India y China. Los márgenes de explotación del negocio de hojas de afeitar no son tan altos como los márgenes del 40 % en EE UU, sino que están más cerca de la media del 20 % de la empresa. Gillette empezó con cuchillas baratas que tienen unos márgenes menores y, con el tiempo, introdujo sistemas de afeitado mejores con mayores márgenes. La empresa no sólo se beneficiará del aumento de ventas de unidades sino que también está mejorando de forma continuada sus márgenes de beneficio. En pocas palabras, el futuro de Gillette parece ser brillante. «Da gusto irse a la cama cada noche», dice Buffett, «sabiendo que hay 2.500 millones de hombres en el mundo que tendrán que afeitarse por la mañana».<sup>4</sup>

4 . Robert Lenzner, «Warren Buffett's Idea of Heaven: I Don't Have to Work with People I Don't Like», *Forbes*, 18 de octubre de 1993, 43.

## General Dynamics

General Dynamics opera en dos negocios diferentes. Es el líder nacional en diseño y construcción de submarinos nucleares y el fabricante de vehículos blindados, incluyendo los tanques del Ejército de EE UU, «M1A1» y «M1A2». En 1990, General Dynamics era el segundo mayor contratista de Defensa de los EEUU después de McDonnell Douglas Corporation. General Dynamics ha proporcionado sistemas de misiles «Tomahawk», «Sparrow», «Stinger» y otros modernos misiles de crucero), sistemas de defensa aérea, vehículos lanzados desde el espacio y aviones de combate («F-16») para las fuerzas armadas norteamericanas. En 1990, la empresa tenía unas ventas conjuntas de más de 10 billones de dólares. En 1993, las ventas de la empresa fueron de 3,5 billones de dólares. A pesar del descenso en las ventas, el valor del accionista durante este período se multiplicó por siete. En 1990, cayó el muro de Berlín, indicando el principio del fin de la larga y cara -para Norteamérica- Guerra Fría. El año siguiente, el comunismo se colapsó en la Unión Soviética. Con cada una de estas victorias duramente ganadas, desde la primera Guerra Mundial a la Guerra de Vietnam, EE UU han tenido que volver a rediseñar la concentración masiva de sus recursos de defensa. Ahora que se ha terminado la Guerra Fría, el complejo industrial militar de los EEUU se encuentra inmerso en una nueva reorganización.

En enero de 1991, General Dynamics nombró a William Anders director general de la compañía. En ese momento, el precio de las acciones de General Dynamics se encontraba en el punto más bajo de toda la década, a 19 dólares por acción. Inicialmente, Anders intentó convencer a Wall Street de que General Dynamics, incluso con un presupuesto de defensa cada vez menor, podía conseguir unas valoraciones más altas. Empezó a reestructurar la empresa, confiando eliminar cualquier inseguridad financiera que hiciera que los analistas tuvieran prejuicios. Recortó inversiones y el desarrollo de la investigación en 1 billón de dólares, se deshizo de miles de empleados e instituyó un programa de compensación de ejecutivos que se basaba en el comportamiento del precio de las acciones de General Dynamics.

### *Dogma: el imperativo institucional*

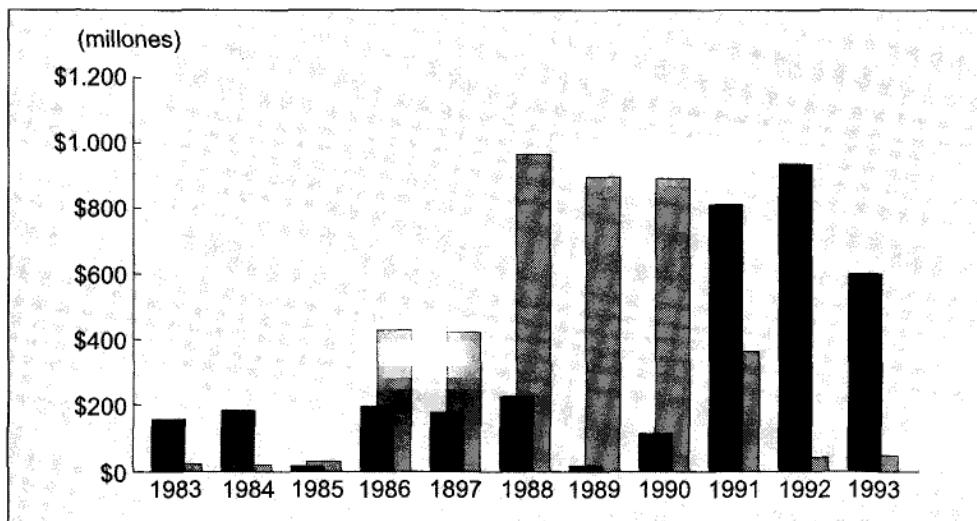
En octubre de 1991, Anders encargó a un asesor un estudio de el sector de defensa. Este estudio llegó a la conclusión de que cuando las empresas de defensa adquirían negocios que no eran de defensa, el fracaso se daba en un 80 % de los casos. El estudio también señalaba que mientras el sector de defensa se encontrara sobrecargada con un exceso de producción, ninguna de las empresas de defensa conseguiría la eficiencia. Anders sacó la conclusión de que para que General Dynamics tuviera éxito, tendría que racionalizar su negocio. Decidió que General Dynamics se quedaría sólo con aquellos nego-

cios que (1) demostrarían una aceptación del mercado de su producto de tipo franquicia y (2) pudieran alcanzar una «masa crítica», el equilibrio entre investigación y desarrollo y la capacidad de producción que produce una economía de escala y poder financiero. Cuando no se pudiera conseguir esta masa crítica, dijo Anders, el negocio sería vendido.

En un principio, Anders pensaba que General Dynamics se centraría en sus cuatro operaciones básicas: submarinos, tanques, aviones y sistemas espaciales. Estos negocios eran líderes del mercado, y Anders se imaginaba que seguirían siendo viables en un mercado de defensa en disminución. El resto de los negocios de General Dynamics sería vendido. En noviembre de 1991, General Dynamics vendió sus sistemas de información a Computer Sciences por 200 millones de dólares. El año siguiente la empresa vendió Cessna Aircraft a Textron por 600 millones de dólares, y más tarde vendió su negocio de misiles a Hughes Aircraft por 450 millones de dólares. En menos de seis meses, la empresa había conseguido 1,25 billones de dólares vendiendo los negocios que no consideraba básicos. Las acciones de Anders despertaron a Wall Street. En 1991, el precio de las acciones de General Dynamics subió el 112 %. Lo que Anders hizo a continuación llamó la atención de Buffett.

### *Dogma: racionalidad*

Con el dinero que había conseguido, Anders manifestó que primero la empresa cubriría sus necesidades de liquidez y luego rebajaría la deuda para asegurarse el poder financiero (ver la figura 7.5). Después de reducir su



**Figura 7.5.** Evolución de la tesorería (negro) y de la deuda a largo plazo (gris) de General Dynamics.

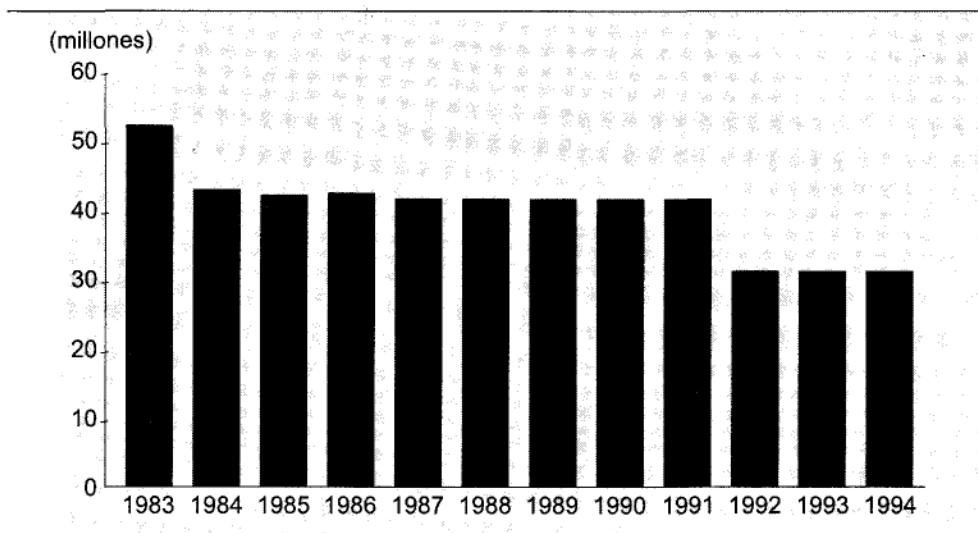


Figura 7.6. Las acciones ordinarias de General Dynamics en circulación.

deuda, General Dynamics seguía generando dinero muy por encima de sus necesidades. Sabiendo que añadir capacidad a un presupuesto de defensa en disminución no tenía sentido y que la diversificación en negocios que no eran de defensa invitaba al fracaso, Anders decidió utilizar el exceso de dinero en metálico para beneficiar a los accionistas. En julio de 1992, y bajo los términos de su subasta a la baja, General Dynamics adquirió 13,2 millones de acciones a precios entre 65,37 dólares y 72,25 dólares, reduciendo sus acciones en circulación en un 30 % (ver la figura 7.6).

La mañana del 22 de julio de 1992, Buffett llamó a Anders para decirle que las filiales de seguros de Berkshire habían adquirido 4,3 millones de acciones de General Dynamics (ver la figura 7.9). Buffett le dijo a Anders que estaba impresionado por la estrategia de General Dynamics y que había comprado las acciones con propósitos de inversión. En septiembre, Buffett otorgó al consejo de General Dynamics un poder para votar con las acciones de Berkshire mientras Anders siguiera siendo director general de la empresa.

De todas las más recientes adquisiciones de acciones ordinarias de Berkshire, ninguna ha causado tanta confusión como la de General Dynamics. No poseía ninguna de las marcas tradicionales de las anteriores compras de Buffett, no era una empresa que fuera sencilla y comprensible, no era un actor consistente y no tenía unas perspectivas favorables a largo plazo. La empresa estaba en un sector que no sólo estaba controlado por el gobierno (el 90 % del negocio de General Dynamics procedía de contratos del Gobierno), sino que el sector estaba disminuyendo su tamaño. General Dynamics tenía

unos márgenes de beneficio lamentables y unos rendimientos sobre el capital por debajo de la media. Además sus flujos de caja futuros no se conocían, y por lo tanto ¿cómo podía Buffett determinar su valor? La respuesta es que Buffett en un principio no adquirió General Dynamics como una participación de acciones ordinarias a largo plazo, él adquirió General Dynamics como una oportunidad de arbitraje.

«Tuvimos suerte con nuestra compra de General Dynamics», escribió Buffett. «Yo no había prestado mucha atención a la empresa hasta el pasado verano cuando anunció que recompraría alrededor del 30 % de sus acciones por medio de una subasta a la baja. Como me pareció una oportunidad de arbitraje, empecé a comprar acciones para Berkshire, esperando ofrecerlas luego a cambio de un pequeño beneficio».<sup>5</sup> Como General Dynamics fue adquirida en principio para arbitraje, se escapaba de exigencias de los dogmas financieros y de negocio que existen en las otras participaciones de acciones ordinarias de Berkshire.

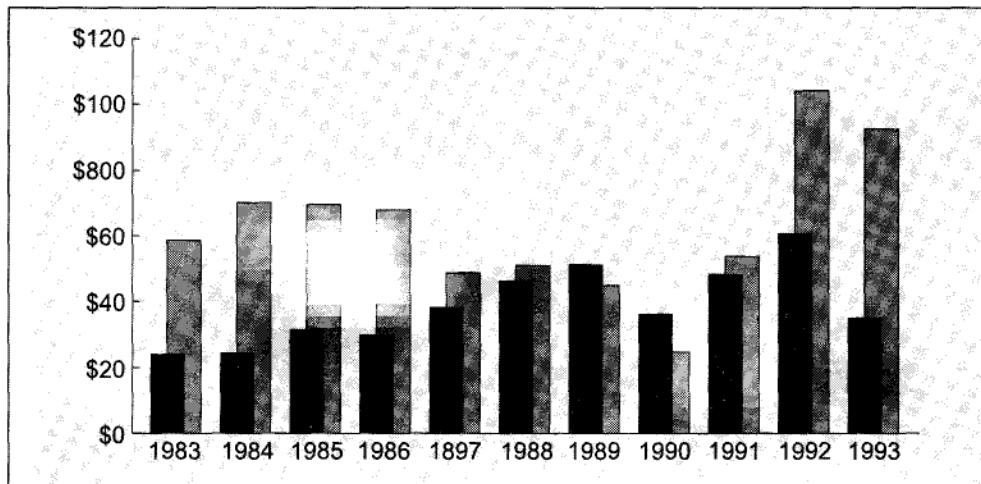
Sin embargo, Buffett se convirtió en un accionista a largo plazo de General Dynamics. El plan era ofertar las acciones de Berkshire en la subasta a la baja, «pero luego empecé a estudiar la empresa», dijo Buffett, «y los logros de Bill Anders en el poco tiempo que hacía que era director general. Y lo que vi hizo que se me abrieran los ojos de golpe. Bill tenía una estrategia racional y claramente articulada; había estado imbuido y centrado en un sentido de urgencia a la hora de llevarla a cabo, y los resultados eran verdaderamente notables».<sup>6</sup> Buffett abandonó sus ideas de arbitrar General Dynamics y en su lugar decidió convertirse en un accionista a largo plazo.

Queda claro que la inversión de Buffett en General Dynamics es un testimonio a la habilidad y capacidad de Bill Anders para resistirse al imperativo institucional. A pesar de que los críticos han argüido que Anders ha liquidado una gran compañía, Anders arguye a su vez que lo único que ha hecho es monetizar el valor no realizado de la misma. En 1991, cuando se hizo cargo de General Dynamics el precio de la misma se cotizaba a un 60 % de descuento de su valor contable (ver la figura 7.7). En los diez años anteriores, General Dynamics había devuelto a sus accionistas un rendimiento anual compuesto del 9,1 % comparado con el rendimiento del 17,1 % de otras diez empresas de defensa, y un rendimiento del 17,6 % del Standard & Poor's 500. Buffett vio a una empresa que estaba cotizando por debajo del valor contable, generando flujo de caja, y embarcada en un programa de enajenación de filiales. Además, y más importante, la dirección estaba orientada hacia los accionistas.

A pesar de que antes General Dynamics pensaba que las divisiones de aeronáutica y sistemas espaciales seguirían siendo participaciones básicas, Anders decidió vender estos negocios. El negocio de aviones fue vendido a

5 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1992, 13.

6 . Ibid.



**Figura 7.7.** El valor contable (negro) y el precio por acción (gris) de General Dynamics.

Lockheed. General Dynamics, Lockheed y Boeing eran socios a partes iguales en el desarrollo de la siguiente generación de aviones de combate táctico, los «F-22». Ahora Lockheed ha adquirido el maduro negocio de General Dynamics del «F-16» y se ha convertido en un socio de dos tercios con Boeing en el proyecto de los «F-22». La división de sistemas espaciales fue vendida a Martin Marietta, fabricante de la familia «Titan» de vehículos de lanzamiento espacial. La venta de los negocios de sistemas espaciales y de aviones proporcionó a General Dynamics 1,72 billones de dólares.

La empresa, nuevamente, devolvió dinero a sus accionistas. En abril de 1993, la empresa emitió un dividendo especial de 20 dólares por acción a los accionistas. En julio la empresa emitió un dividendo especial de 18 dólares, y en octubre dio 12 dólares por acción a sus propietarios. En 1993, la empresa devolvió 50 dólares en dividendos especiales y elevó el dividendo trimestral de 0,40 dólares por acción a 0,60 (ver la figura 7.8). Desde julio de 1992 hasta final de 1993, por su inversión de 72 dólares por acción, Berkshire ha recibido 2,60 dólares en dividendos ordinarios, 50 dólares en dividendos especiales y un precio por acción que subió a 103 dólares. Desde que Anders empezó a monetizar el valor de General Dynamics y devolver dinero a sus accionistas, General Dynamics no sólo ha superado el comportamiento de sus competidores, sino que ha derrotado de forma aparatosa al Standard & Poor's 500 (ver la figura 7.9).

¿Durante cuánto tiempo Buffett seguirá teniendo a General Dynamics? Él nos dice que seguirá teniendo un valor mientras el probable rendimiento sobre el capital sea satisfactorio, el mercado no sobrevalore la empresa y la dirección sea honesta y competente. No queda claro si General Dynamics está sobrevalorada a los precios actuales, pero lo que si está claro es que Anders

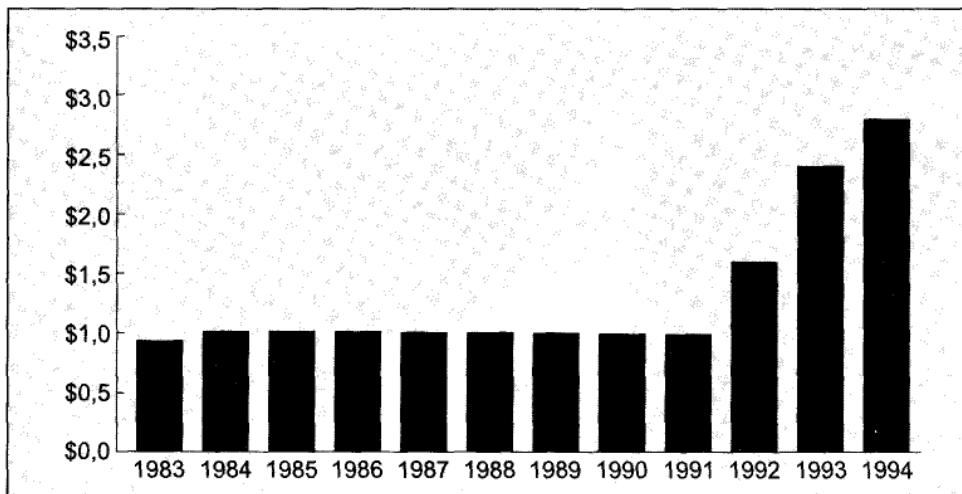


Figura 7.8. El dividendo por acción de General Dynamics.

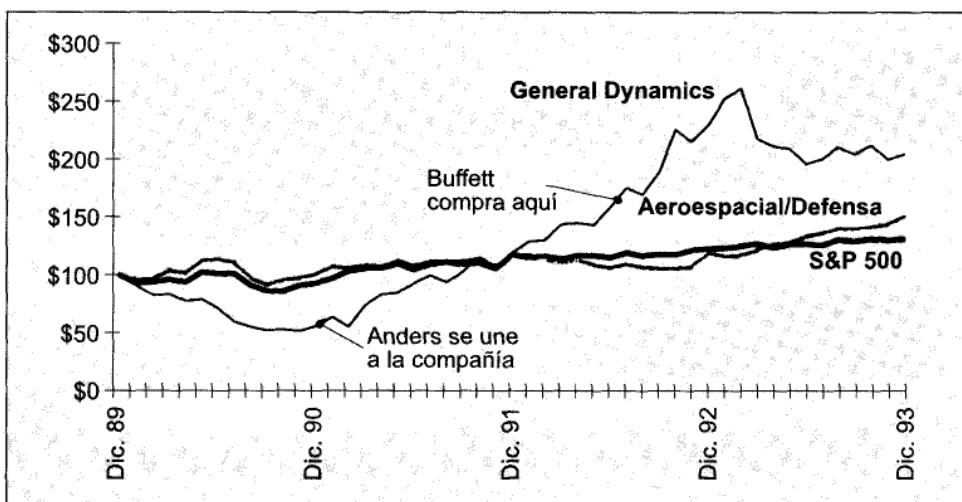


Figura 7.9. El precio de las acciones ordinarias de General Dynamics comparado con los índices del S&P 500 y aeroespacio/defensa (indexado a 100 dólares en su fecha inicial).

es un director honesto y competente. Anders y General Dynamics es probable que se conviertan en un ejemplo de libro de texto sobre la forma en que una empresa que se enfrenta a unas condiciones adversas del sector, puede conseguir unos rendimientos económicos sobresalientes.

## Federal Home Loan Mortgage Corporation

The Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) es una empresa cotizada en bolsa patrocinada por el Gobierno, cuya constitución fue autorizada por el Congreso en 1970. Su misión estatutaria es proporcionar estabilidad en el mercado secundario de las hipotecas residenciales. Freddie Mac compra hipotecas a prestamistas, las agrupa y las convierte en valores; estas hipotecas se venden luego a inversores. Al vincular los mercados de capital con los prestamistas de hipotecas, Freddie Mac puede rebajar el coste de las segundas hipotecas para los prestamistas e inversores. Este menor coste pasa por fin a los compradores de las casas, bajo la forma de un crédito hipotecario.

### *Dogma: sencillo y comprensible*

El negocio de Freddie Mac es directo y ordenado. La corriente de ingresos, denominada margen de interés neto, proviene de tres fuentes. Primero, la empresa cobra unos honorarios por gestionar y prestar servicios a las hipotecas para los prestamistas y por garantizar el pago del principal y el interés a los inversores. Estos honorarios se obtienen a lo largo de la vida del valor hipotecario y es la mayor parte del margen de interés neto. En segundo lugar, cada mes la empresa recibe pagos del principal y los intereses, procedentes de los prestamistas de las hipotecas con quienes realiza negocios. Antes de que este interés y principal se pase a los inversores en la hipoteca convertida en valores, Freddie Mac invierte el producto en valores a corto plazo y obtiene una renta de la inversión. En tercer lugar, Freddie Mac conserva una pequeña parte de las hipotecas para su propia cartera y, al igual que cualquier otra institución financiera tradicional, gana la diferencia entre el interés de la inversión y el coste de financiación de la deuda. La renta combinada de estas tres fuentes de negocio crea una corriente de ingresos para la empresa parecida a un vitalicio.

### *Dogma: perspectivas favorables a largo plazo*

De los 700.000 millones de dólares de las hipotecas convencionales que se originaron en 1992, el 64 % fue vendido y convertido en valores por Freddie Mac y su hermana, Fannie Mae. Fannie Mae (Federal National Mortgage Corporation) es también una empresa patrocinada por el gobierno que, al igual que Freddie Mac, proporciona fondos para hipotecas residenciales. Ambas empresas tienen unas estructuras similares y las mismas líneas de negocio. A pesar de que las dos compiten directamente, operan como un duopolio en un mercado de rápido crecimiento, con unas grandes barreras para entrar en él. Un duopolio, dice Buffett, «es la cosa mejor que hay después de

un monopolio».<sup>7</sup> A causa de la amplitud y magnitud de sus actividades, y a consecuencia de su estado de patrocinio por parte del Gobierno, Freddie Mac y Fannie Mae tienen unas ventajas competitivas que han impedido una significativa penetración de otras empresas en el mercado secundario de las hipotecas. Es razonable asumir que esta ventaja competitiva seguirá existiendo en el futuro.

Además de su estado de duopolio, ambas empresas disfrutan las perspectivas de un mercado en crecimiento. La cuota de hipotecas convencionales vendidas en el mercado secundario ha aumentado durante la última década y se espera que siga creciendo. En 1990, las revisiones en las leyes de préstamo y ahorro obligaron a las entidades de ahorro a mantener unas mayores reservas para las pérdidas de préstamos de las que de otro modo se hubieran exigido si poseyeran una cartera diversificada de hipotecas convertidas en valores. En esencia, la nueva ley obligó a los prestamistas tradicionales de hipotecas a dar tanto a Freddie Mac como a Fannie Mae más negocios, tal como se ha demostrado gracias al incremento de préstamos hipotecarios convertidos en valores desde el 33 % en 1988 al 60 % en 1992.

En 1984, Freddie Mac emitió acciones preferentes a las entidades de ahorro y préstamos miembros del Federal Home Loan Board. Después de todo, eran los ahorros y préstamos los que proporcionaban la semilla del dinero a Freddie Mac. Sin embargo, la propiedad de las acciones quedó restringida a los miembros del consejo.

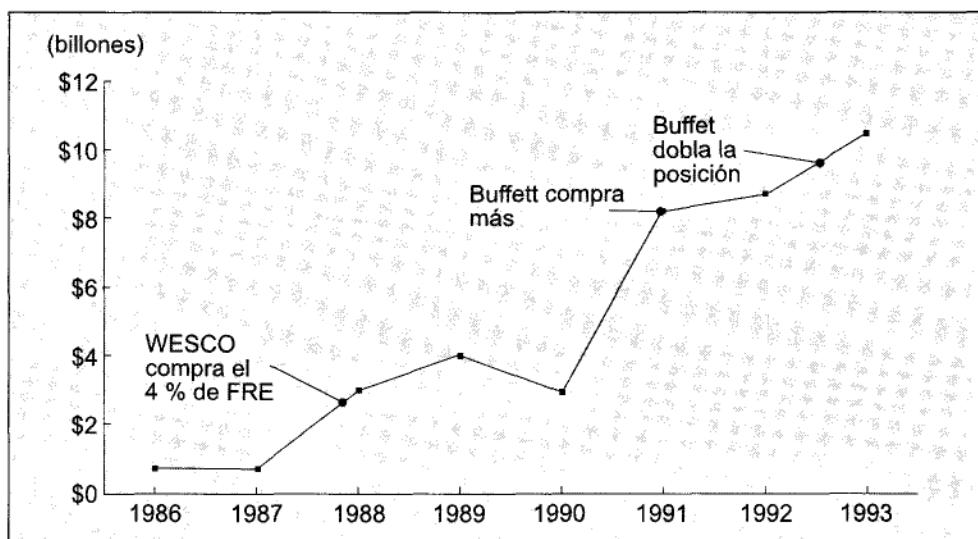


Figura 7.10. El valor de mercado de Freddie Mac.

7 . Brett Duval Fromson, «A Warm Tip from Warren Buffet: It's Time to Buy Freddie Macs», *Fortune*, 19 de diciembre de 1988, 33.

Después de unos cuantos años, como las acciones no reflejaban el valor potencial de la empresa, se decidió que las acciones de Freddie Mac se ofrecerían al público y que cotizarían en el New York Stock Exchange. En 1988, por vez primera, otros accionistas que no fueran las entidades de ahorros y crédito podían poseer Freddie Mac. En 1988, Wesco's Mutual Savings aumentó su posición en Freddie Mac al 4 % de las acciones en circulación (ver la figura 7.10). Como Berkshire Hathaway posee el 80 % de Wesco Financial es, indirectamente, el beneficiario de las acciones de Freddie Mac.

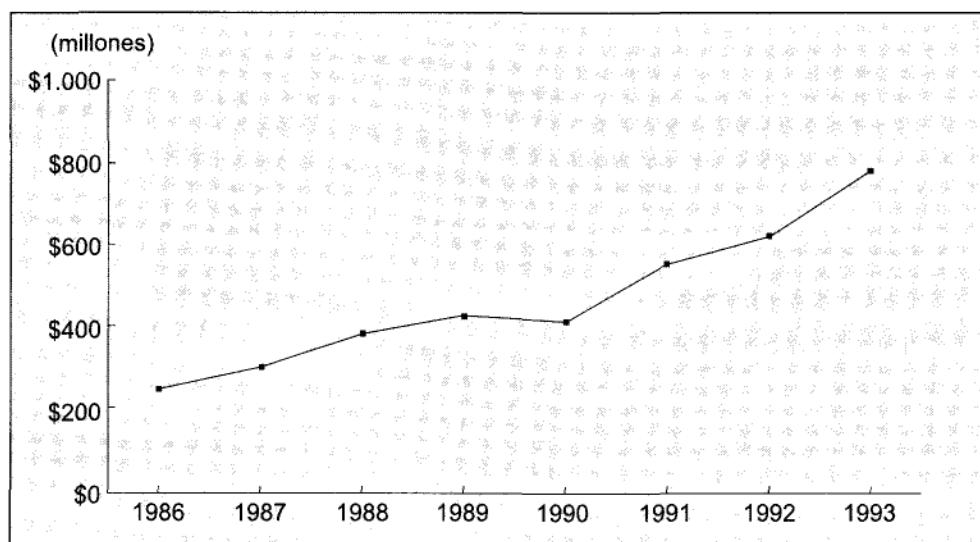
### **Dogma: rendimiento del capital**

Charlie Munger, presidente de Mutual Savings, llegó a la conclusión correcta de que Freddie Mac era un negocio superior comparado con los tradicionales de ahorro y crédito. Como sea que Freddie Mac obtiene unos hermosos honorarios y márgenes al mismo tiempo que evita el riesgo de la tasa de interés (la empresa retiene una pequeña cartera de hipotecas), él se dio cuenta de que es un negocio mucho mejor que el mejor 10 % de los de ahorro y crédito. Evidencia de ello puede encontrarse en los altos rendimientos sobre el capital de Freddie Mac. Estos rendimientos, comparados con los de la mayoría de entidades de ahorro y crédito pueden mantenerse, en parte, porque Freddie Mac no tiene que pagar primas por seguro de depósitos.

### **Dogma: determinar el valor**

En abril de 1992, Freddie Mac fraccionó sus acciones a 3 por 1. Ahora había 180 millones de acciones en circulación. En 1991, Berkshire había realizado una adición a su posición en Freddie Mac. En 1992, Buffett empezó a acumular acciones adicionales y, al terminar el ejercicio, Berkshire poseía 16.196.700 (acciones postfraccionamiento) de la empresa, doblando su posición (ver la figura 7.10). Era una compra significativa. Buffett añadía 337 millones de dólares a una empresa cuyo precio por acción había subido un 182 % el año anterior. Berkshire poseía ahora el 9 % de Freddie Mac. Es obvio que Buffett no hubiera realizado este compromiso si no hubiera visto que podía ganar.

En 1986, el beneficio neto de Freddie Mac era de 247 millones de dólares. En 1991, el beneficio había crecido a 555 millones de dólares (ver la figura 7.11). En cinco años los beneficios del accionista crecieron a una tasa del 17 %. El valor de Freddie Mac no era sólo el valor descontado de sus ganancias actuales, sino también el crecimiento futuro de los beneficios de la empresa. Sabemos que Buffett tenía en muy alta consideración el potencial a largo plazo de Freddie Mac. La empresa tenía unos altos rendimientos de capital. Se encontraba en un sector en crecimiento donde era uno de los únicos dos jugadores. La dirección de Freddie Mac había trabajado para mantener bajos los riesgos al limitar el riesgo de la tasa de interés y comprobar, di-

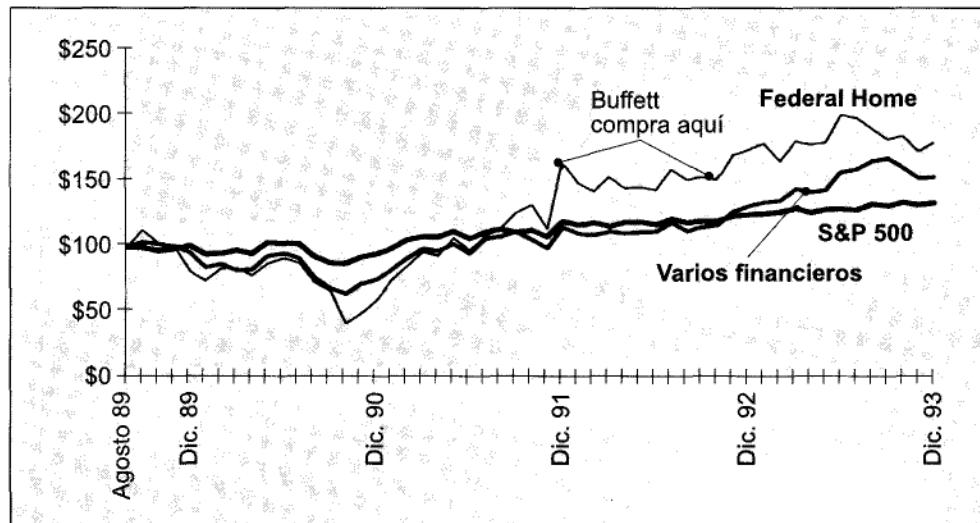


**Figura 7.11.** Beneficio neto de Freddie Mac.

ligentemente, el riesgo de crédito de los solicitantes de las hipotecas. La dirección opinaba que Freddie Mac seguiría generando un crecimiento de los beneficios anuales del mismo orden durante los próximos años.

Freddie Mac es otra empresa que se valora mejor si se utiliza el modelo de descuento de dos fases. Si asumimos que Freddie Mac será capaz de hacer crecer sus ganancias al 15 % durante los próximos diez años, seguido por un crecimiento más lento del 5 % a partir de ahí; descontando los beneficios de 1991 de 555 millones de dólares al 9 % (el interés medio de un bono del gobierno de los EEUU a treinta años), el valor de Freddie Mac en 1992 era de 32 billones (ver la tabla A.24 del Apéndice). Si en esta primera fase asumimos un crecimiento del 12 %, el valor de Freddie Mac era de 25 billones de dólares; a un crecimiento del 10 %, el valor era de 21 billones de dólares, y a un crecimiento del 7 % –la mitad de la tasa a la que la dirección creía que podía hacer crecer los beneficios– Freddie Mac valía 17 billones de dólares. Buffett en 1992, y según esta evaluación más baja, compró acciones de Freddie Mac a un 57 % de descuento sobre el valor de la empresa.

¿Porqué Freddie Mac, en 1992, cotizó a unos precios que estaban sustancialmente por debajo del valor de la empresa? Puede que los inversores pensaran que la empresa no sería capaz de hacer crecer sus beneficios en el futuro. Posiblemente sospechaban que la dirección aumentaría la tasa de riesgo de interés de la empresa reteniendo más hipotecas en su propia cartera, o aumentaría el riesgo del crédito relajando más sus exigencias de suscripción. Pero no había evidencias que confirmaran estas sospechas. Puede que como el precio de las acciones de Freddie Mac ya había subido un 182 %



**Figura 7.12.** El precio de las acciones ordinarias de Freddie Mac comparado con los índices del S&P 500 y varios índices financieros (indexado a 100 dólares en la fecha inicial).

en 1992 (ver la figura 7.12), los inversores pensaran que ya no había más potencial para un precio superior. Sea cual sea el motivo, no podemos negar el hecho de que en 1992 Freddie Mac estaba infravalorada. Incluso si asumimos que Freddie Mac aumentaría sus beneficios en sólo un 4 % al año, que es la subida media del producto interior bruto de los EEUU, el valor de Freddie Mac en 1992 era de 11.100 millones de dólares.

#### *Dogma: la premisa de un dólar*

En los cuatro años que van de 1989 a 1992, Freddie Mac ganó 2.028 millones de dólares. Después de distribuir dividendos ordinarios y preferentes, la empresa retuvo 1.539 millones de dólares. Durante este tiempo, el valor de mercado de la empresa aumentó 4.033 millones de dólares a 8.723 millones. Por cada dólar que la empresa retuvo, su valor de mercado aumentó en 3,04 dólares.

#### **Resumen**

Freddie Mac tiene una historia poco habitual. Su situación casi gubernamental confundió a muchos inversores. La conversión de unas acciones preferentes, poseídas únicamente por instituciones de ahorro y préstamo, a una corporación en poder del público fue confusa. Durante un breve espacio de tiempo, algunos pensaron erróneamente que Federal Home Loan Mortga-

ge y la Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC) iban a tener el mismo destino. Buffett supo ver a través de la confusión. No hay duda que el hecho de que Wesco fuera propietaria de Freddie Mac durante los primeros años le concedió una ventaja, pero ésta no era otra que la comprensión de lo que estaba ocurriendo, que estaba al alcance de cualquiera que dedicara tiempo a la investigación del negocio. «Las grandes oportunidades de inversión», decía Buffett, «se presentan cuando las empresas excelentes están rodeadas por circunstancias no habituales que hacen que los valores o las acciones sean mal apreciados».<sup>8</sup> Freddie Mac era un valor inusual. La bolsa no apreció bien a la empresa. Aquellos inversores que investigaron la compañía y entendieron su economía fueron recompensados por sus esfuerzos (ver la figura 7.12).

## Guinness PLC

Guinness plc (Guinness) es una empresa internacional de producción, distribución y marketing de bebidas alcohólicas de primera calidad. Guinness es el cuarto mayor exportador y la onceava mayor empresa del Reino Unido. En cuestión de rentabilidad, Guinness es la mayor empresa de bebidas alcohólicas del mundo. La empresa tiene dos principales empresas en funcionamiento: United Distillers (destilerías) y Guinness Brewing Worldwide (fábricas de cerveza).

United Distillers es el líder mundial en ventas de whisky escocés. Produce el escocés que más se vende en todo el mundo, «Johnnie Walker», y también produce otras marcas de escocés populares, incluyendo «Bell's» (el whisky escocés que más se vende en el Reino Unido), «Dewar's White Label» (el whisky escocés que más se vende en EE UU y el quinto del mundo), y el «White Horse Fine Old» (el whisky escocés que más se vende en Japón y el séptimo del mundo). Guinness también produce la ginebra líder en el mundo, «Gordon's Gin», que vende más del 50 % más que el volumen de su competidor más próximo. También produce «Tanqueray», la popular ginebra importada a EE UU. En beneficios de explotación, Guinness/United Distillers ganó en 1992, 769 millones de libras esterlinas que podemos comparar con los 509 de Grand Met, los 470 de Seagram y los 409 millones de libras esterlinas de Allied Lyons.

Guinness Brewing Worldwide es el séptimo mayor fabricante de cerveza del mundo en cuanto a volumen, y la tercera mayor en cuanto a beneficios de explotación. Las marcas Guinness se fabrican en 44 países y se venden en más de 130. Las primeras marcas de la empresa incluyen la cerveza negra «Guinness», la marca de cerveza negra líder en el mundo, que representa el 40 % del volumen de cerveza de la empresa. Guinness también

---

8. *Ibid.*

produce la «Harp Lager», «Cruzcampo Lager», «Smithwick's Ale» y «Kaliber». La empresa cervecera está organizada en cuatro regiones de explotación: Irlanda, Europa, África y las Américas, y Asia-Pacífico. Las ventas anuales de Guinness plc en 1992 fueron de 4,36 billones de libras esterlinas y los beneficios de explotación fueron 795 millones de libras. De los beneficios de explotación, el 15 % procede del Reino Unido, el 19 % de EE UU, el 20 % de Asia-Pacífico, el 29 % de Europa, y el 17 % del resto del mundo.

### **Dogma: sencillo y comprensible**

Guinness plc es la primera inversión significativa de Berkshire en una empresa extranjera. Sin embargo, Guinness es el mismo tipo de empresa que Coca-Cola y Gillette, dice Buffett, y su experiencia con estas dos empresas le hizo sentirse muy cómodo con Guinness. Tanto Coca-Cola como Gillette, aunque con sede en EE UU, obtienen la mayoría de sus beneficios de las operaciones internacionales, al igual que Guinness. «Es cierto», nos explica Buffett, «que en el sentido de donde obtienen sus beneficios –continente por continente– Coca-Cola y Guinness presentan unas fuertes similitudes».ºº Sin embargo, Buffett señala rápidamente que él nunca confundirá las bebidas de estas dos empresas; sigue siendo un devoto fan de la Cherry Coke.

Sin embargo, desde el punto de vista de un inversor, las similitudes entre Coca-Cola y Guinness son impresionantes. Ambas empresas venden bebidas. Coca-Cola vende la bebida no alcohólica número uno del mundo. Guinness vende las bebidas alcohólicas de whisky escocés y de ginebra número uno del mundo. Ambas empresas reconocen que sus mercados domésticos están ya maduros y que la mejor posibilidad para aumentar los beneficios es invertir en países nuevos y emergentes. Por último, las bebidas de ambas empresas tienen unas marcas muy apreciadas que se reconocen en todo el mundo. Son productos de franquicia, y por lo tanto no sólo poseen el potencial de un crecimiento internacional del volumen de unidades sino que, a causa de su flexibilidad en cuanto a precios, también poseen el potencial para una rentabilidad por encima de la media.

### **Dogma: perspectivas favorables a largo plazo**

Es asombroso ver cómo las perspectivas a largo plazo de las empresas de licores pueden ser tan favorables cuando la gente cada vez bebe menos. En EE UU, el consumo de alcohol ha estado disminuyendo a una tasa anual del 3 % durante gran parte de la última década. El consumo mundial también está disminuyendo. En 1991, el año en que Berkshire adquirió Guinness por primera vez, las ventas de licores descendieron un 1 % en el mundo li-

ºº . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1991, 15.

bre, hasta llegar a 525 millones de cajas. Sin embargo, «el consumo no es en la actualidad un indicador muy bueno para saber si se presentan oportunidades para cualquier negocio», dijo Anthony Tennant, director general de Guinness, en 1991.<sup>10</sup>

El sector de las bebidas alcohólicas acepta el hecho de que el consumo está declinando en mercados maduros como EE UU, Gran Bretaña y el norte de Europa. Sabiendo que sus clientes están bebiendo menos, intentan persuadirles de que beban licores mejores y más caros. El proceso se llama «trading up» (venta de artículos seleccionados a precios superiores). El mensaje de marketing a nivel mundial de el sector de las bebidas alcohólicas es: «beber mejor forma parte del vivir mejor». Este mensaje se vende universalmente tanto a mercados maduros industrializados como a países en desarrollo. Los beneficios florecientes obtenidos por las empresas de productos alcohólicos son el subproducto de la afluencia de la reunión de marketing sofisticado en los países en desarrollo. A medida que aumenta su nivel de vida, la gente de Tailandia, Brasil y el este de Europa piden «Johnnie Walker», «Chivas Regal», «Gordon's Gin» y «Courvoisier» para señalar su llegada al éxito. «Guinness tiene la notable habilidad de vender licor como un símbolo del *status*», dijo Charlie Munger. «Cuanto más alto el precio, mayor el *status*».<sup>11</sup>

El único mercado donde esta estrategia es débil es EE UU. La recesión ha obligado a los consumidores a tomar en consideración las marcas de «valor» en lugar de las marcas de primera calidad y de más alto precio. Pero los especialistas del sector predicen que este modelo de compra tendrá una vida muy corta. A diferencia de los cigarrillos, la mayoría de compras de licor son periódicas. Los consumidores de licores o bebidas alcohólicas no se ven enfrentados a las presiones de precios que causan las compras de cigarrillos.

Las empresas de bebidas alcohólicas apreciaron tres conceptos importantes mucho antes que la mayoría de otras empresas de productos de consumo.<sup>12</sup> Primero, comprendieron que sus marcas globales eran altamente rentables. «Johnnie Walker» contribuye con aproximadamente 500 millones de dólares al año al beneficio de explotación de Guinness. Los productos con buena marca tienen una tendencia a incrementar su valor con el tiempo, y a las nuevas marcas les es casi imposible entrar. La última nueva marca fuerte de licor que penetró el mercado de las bebidas alcohólicas fue «Bailey's Original Irish Cream» en 1980.

El segundo concepto que entendieron las empresas licoreras fue la importancia de controlar la fijación de precios y la distribución de sus productos en los mercados extranjeros. La empresas pronto aprendieron que perdían

10 . Bill Saporito, «Liquor Profits», *Fortune*, 4 de noviembre de 1991, 176.

11 . R. Hutchings Vernon, «The Warren and Charlie Show», *Barron's*, 11 de mayo de 1992, 14.

12 . Saporito, «Liquor Profits», 176.

control sobre sus valiosos productos con buena marca cuando las botellas se exportaban y se quedaban aparcadas en los muelles. A medida que las empresas licoreras fueron adquiriendo marcas adicionales, también adquirieron las empresas de distribución. De 1986 a 1991, Guinness adquirió y/o desplazó a 700 distribuidores en todo el mundo.

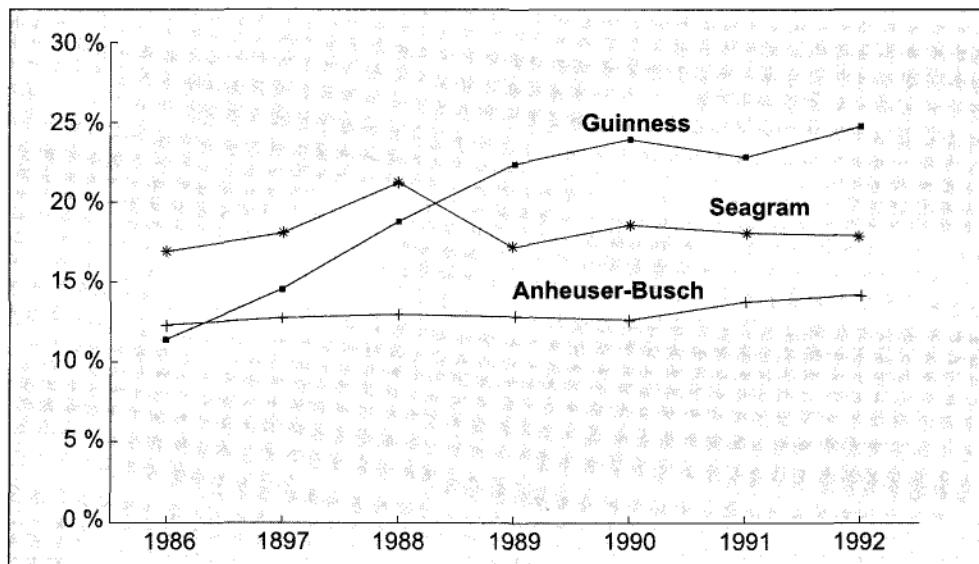
Por último, las empresas licoreras no tenían miedo de cooperar con sus competidores. Como les faltaba el poder financiero de una Coca-Cola y los sistemas de distribución, así como bienes para penetrar un nuevo mercado, las empresas licoreras formarían proyectos conjuntos. La sociedad repartiría de ese modo los costes fijos y luego dividiría los beneficios. Guinness tiene más de treinta y cinco *joint-ventures*, incluyendo uno con Bacardí, que vende los productos Guinness en América del Sur. Más recientemente, Guinness ha formado una sociedad al 25 % con LMVH Moet Hennessy. A pesar de que la sociedad ha estado algo parada últimamente, LMVH tiene una estable primera marca internacional de valiosos productos, incluyendo «Dom Perignon», «Moet & Chandon», «Veuve Clicquot», «Pommery», «Mercier», «Canard-Duchene», «Ruinart», y «Hennessy» y «Hine Cognac».

### Dogma: márgenes de beneficio

La fabricación de bebidas, alcohólicas o no alcohólicas, es un negocio muy rentable. Guinness plc no sólo es la empresa de bebidas alcohólicas más rentable del mundo, sino que es la segunda empresa de bebidas más rentable del mundo, después de Coca-Cola. Los márgenes antes de impuestos de la empresa (ver la figura 7.13) han estado subiendo de forma continuada desde que Guinness adquirió United Distillers en 1986. Antes de la adquisición, Guinness, que por entonces era únicamente una empresa cervecera, presentaba unos márgenes de beneficios similares a los obtenidos por Anheuser-Busch. Cuando Guinness adquirió el negocio de licores de alto margen de United Distillers, los márgenes antes de impuestos se duplicaron.

Guinness ha sido responsable con su deuda. Después de la adquisición de United Distillers en 1986, la deuda a largo plazo de Guinness era del 48 % del capital. La empresa rebajó agresivamente su deuda en los años siguientes. En 1988, la deuda a largo plazo era de un 18 % del capital. La relación subió al 29 % en 1992, pero sigue siendo comparativamente menor que la de Seagram y Anheuser-Busch.

Guinness no sólo ha sido capaz de mantener baja su deuda, sino que ha hecho crecer continuamente su beneficio neto a una tasa de más del 20 % anual, durante los siete últimos años. Desde que adquirió United Distillers, Guinness ha hecho crecer sus ganancias mejor que sus competidores. Sin embargo, el crecimiento de las ventas durante este período ha sido de un promedio menor al 9 %, indicando que gran parte del crecimiento en beneficio ha sido el resultado de los márgenes crecientes. En 1992, el crecimiento



**Figura 7.13.** Beneficios antes de impuestos de Guinness plc, Seagram y Anheuser-Busch.

del beneficio antes de los cambios de reestructuración, cayó hasta un humilde 6 %. La disminución del crecimiento era debido a la recesión global, particularmente por culpa de la pobre actuación del 25 % de Guinness en LMVH Moet Hennessy. A pesar de la recesión, la empresa esperaba ser capaz de aumentar el beneficio durante el siguiente año, subiendo los precios de sus licores de primerísima calidad.

#### *Dogma: determinar el valor*

Una de las atracciones del negocio de las bebidas y que es cierta tanto en el negocio de los licores como en el de la cerveza, es la relativamente baja necesidad de inversiones y de capital circulante comparada con el flujo de caja generado por el negocio. Existe poca necesidad de investigación y desarrollo, y los costes de producción son comparativamente bajos en cuanto a porcentaje de ventas. En consecuencia, los rendimientos del capital de las empresas de bebidas son altos y generalmente siguen subiendo en el caso de las empresas de éxito, incluyendo a Guinness. Al igual que Coca-Cola, Guinness no sólo poseía cantidades significativas de fondo de comercio económico, sino que además estaba lo suficientemente segura y confiada de sí misma como para incrementar también el valor de este activo.

En 1991, Berkshire Hathaway compró 31.247.000 de acciones de Guinness plc con un coste total de 264.782.000 dólares. A pesar de que Buffett no comenta el tipo de cambio que utilizó para calcular el coste en libras esterlinas,

nas, podemos asumir, utilizando una media móvil, que la tasa de cambio fue aproximadamente de 1,76 dólares. A la inversa, a esta tasa de cambio, cada dólar compraría 56 peniques (100 peniques son iguales a 1 libra esterlina). El coste medio para Berkshire de cada acción de Guinness en dólares norteamericanos fue de 8,47, o sea 4,81 libras esterlinas. Al terminar el ejercicio de 1991, había 1.952 millones de acciones de Guinness plc en circulación. Cuando Buffett toma en consideración la compra de unos valores, piensa en términos de comprar toda la empresa. A pesar de que sólo adquirió el 1,6 % de Guinness, teóricamente hubiera estado dispuesto a comprar toda la empresa a precios similares. En 1991, Buffett adquirió Guinness plc a 4,81 libras esterlinas por acción. Con 1.952 millones de acciones en circulación, la compra de Buffett era equivalente a la compra de toda la empresa por 9.389 millones de libras esterlinas.

En 1991, el beneficio neto de Guinness era de 636 millones de libras esterlinas. La empresa tenía unos gastos de depreciación y de amortización de 122 millones de libras y unas inversiones de 224 millones de libras. Los beneficios del accionista por lo tanto eran iguales a 534 millones de libras. El interés medio del bono del Gobierno de los EEUU a treinta años estaba cerca del 8,5 %. Sabemos que Buffett tiende a ser cauto a la hora de utilizar el interés de los bonos del Gobierno, ya que los tipos de interés están disminuyendo. Para seguir siendo conservador, en esta evaluación se utilizaría una tasa de actualización del 9 %. Si descontamos los beneficios del accionista de Guinness al 9 %, el valor de Guinness es de 5.933 millones de libras (534 libras divididas por el 9 %). Pero al igual que Coca-Cola y Gillette, gran parte del valor de Guinness no es el valor descontado de sus beneficios actuales, sino el valor descontado de sus ganancias actuales para el crecimiento de sus ganancias futuras.

Después de la adquisición de United Distillers en 1986, los beneficios de Guinness crecieron a una tasa media anual del 25 %. Sin embargo, entre 1990 y 1991, los beneficios bajaron a una modesta tasa anual del 13 % y desde entonces han bajado de este nivel. Cuando Buffett tomó la decisión de adquirir Guinness en 1991, sabía que el crecimiento de los beneficios de la empresa se estaba ralentizando desde su tasa del 25 % y que, probablemente, sería de una tasa más realista, un 10-15 % en el futuro. Utilizando el modelo de descuento de dos fases, podemos calcular el valor de Guinness plc. Si asumimos que Guinness seguirá creciendo durante los diez años siguientes a una tasa anual media más lenta, del 10 % seguida a partir de entonces de un 5 % de crecimiento, descontando los beneficios del accionista de la empresa al 9 %, el valor de la empresa es de 20.983 millones de libras esterlinas (ver la tabla A.25 del Apéndice). A esta tasa asumida de crecimiento, Buffett adquirió Guinness plc a un 56 % de descuento de su valor.

Si asumimos una tasa de crecimiento aún más lenta del 5 % durante los próximos años, el valor de Guinness plc en 1991 era de 13.350 millones de libras

[534 libras divididas por (9 %-5 %)]. A esta baja e histórica tasa media de crecimiento, Buffett compró Guinness plc a un 30 % de descuento de su valor.

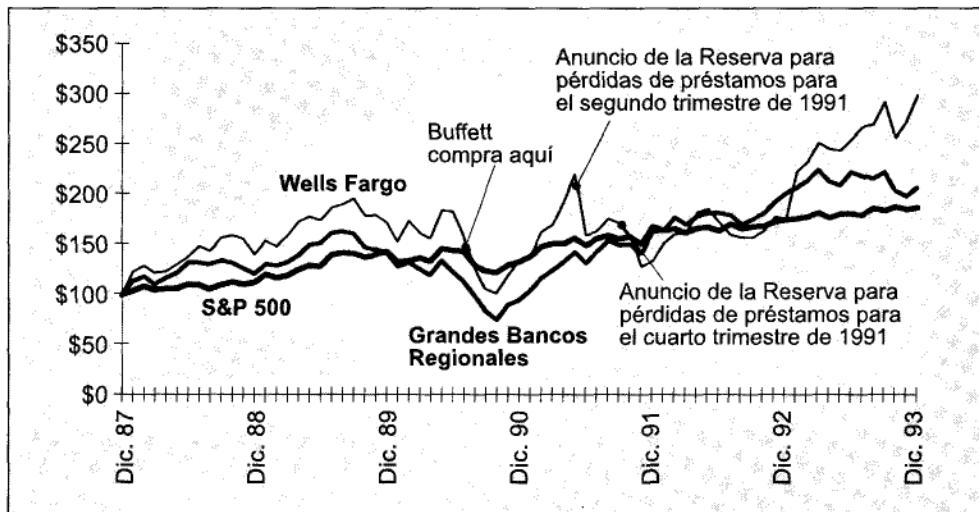
### Resumen

Hacía varios años que Buffett había admitido que no tendría nunca interés en adquirir una empresa extranjera a causa de las dificultades en comportarse como propietario. Las comunicaciones entre las empresas y los accionistas extranjeros no son tan ideales como el vínculo entre empresas domiciliadas en el mismo país que sus propietarios. Sin embargo, hizo una excepción. Está claro que Buffett se consuela sabiendo que Guinness es un negocio similar al mayor activo de Berkshire, Coca-Cola. Al comprender la forma en que funciona el negocio de Coca-Cola y cómo se beneficia de la economía mundial, Buffett comprende más fácilmente la forma en que Guinness alcanzará sus objetivos. También ha aprendido que las empresas con franquicias valiosas, como Coca-Cola, Gillette y Guinness, pueden permitirse estar dirigidas holgadamente y seguir siendo unas inversiones por encima de la media. De ello resulta que la necesidad de ser un accionista con una relación íntima de una empresa como Guinness fuera menos importante. Buffett probablemente se siente más confiado siendo un accionista extranjero de esta empresa, de lo que lo estaría siendo propietario de muchas otras compañías extranjeras que carecen de la atracción económica de Guinness.

### Wells Fargo & Company

Si General Dynamics fue la inversión más desconcertante que Buffett había hecho nunca, Wells Fargo & Company (Wells Fargo) seguramente puede calificarse como la más controvertida. En octubre de 1990, Buffett anunció que Berkshire había adquirido 5 millones de acciones de Wells Fargo, invirtiendo 289 millones de dólares en la empresa a una media de 57,88 dólares por acción (ver la figura 7.14). Berkshire Hathaway era ahora el mayor accionista del banco, ya que poseía el 10 % de las acciones en circulación.

Un poco antes, en ese mismo año, Wells Fargo había cotizado a 86 dólares por acción hasta que los inversores empezaron a abandonar los bancos y las instituciones de ahorro de California. Tenían miedo de que la recesión que estaba dominando la Costa Oeste pronto ocasionara amplias pérdidas de préstamos en el mercado de inmuebles comerciales y residenciales. Como sea que Wells Fargo tenía más inmuebles comerciales que cualquier banco de California, los inversores vendieron sus valores y los vendedores endeudados se añadieron a la presión en sentido descendente. El poco interés en las acciones de Wells Fargo saltó un 77 % en el mes de octubre, más o menos



**Figura 7.14.** El precio de las acciones ordinarias de Wells Fargo comparado con los índices de los bancos regionales y el S&P 500 (indexado a 100 dólares en la fecha de inicio).

en el mismo momento en que Buffett empezó a comprar acciones de la empresa.

En los meses siguientes al anuncio de que Berkshire se había convertido en un gran accionista del banco, la batalla por Wells Fargo parecía un combate de pesos pesados. En una esquina, Buffett era el toro, apostando 289 millones de dólares a que Wells Fargo aumentaría su valor. En la otra esquina, los vendedores endeudados eran los osos, apostando a que Wells Fargo, que ya había bajado un 49 % durante el año, estaba destinada a caer aún más bajo. Los hermanos Feshbach, los mayores vendedores endeudados de la nación, estaban apostando contra Buffett. «Wells Fargo está quemado», le dijo Tom Barton, un director de Dallas que trabajaba para los hermanos Feshbach. «No creo que sea correcto decir que es un candidato para la quiebra, pero creo que está casi a punto de serlo».<sup>13</sup> Con eso, Barton quería decir que pensaba que Wells Fargo bajaría tremadamente su cotización. Buffett «es un famoso cazador de gangas y un inversor a largo plazo», dijo George Salem, un analista de Prudential Securities, pero «California podría convertirse en otra Tejas».<sup>14</sup> Salem se refería a las quiebras bancarias que se habían dado en Tejas durante la bajada de los precios energéticos. Buffett «no tendrá que preocuparse respecto a quién se gasta su fortuna durante

13 . John Dorfman Wells Fargo Has Bulls and Bears; So Who's Right?», *The Wall Street Journal*, 1 de noviembre de 1990, C1.

14 . *Ibid.*

mucho tiempo más», dijo John Liscio de Barron, «no, si sigue intentando conseguir algo barato en acciones de bancos». <sup>15</sup>

### **Dogma: sencillo y comprensible**

Buffett está muy familiarizado con el negocio bancario. En 1969, Berkshire Hathaway adquirió el 98 % del Illinois National Bank and Trust Company. Antes de que en 1979 la Bank Holding Act exigiera que Berkshire se deshiciera de su interés en el banco, Buffett informó de las ventas y los beneficios del banco en los informes anuales de Berkshire de cada año. El banco tomó su lugar al lado de otras participaciones controladas por Berkshire.

Al igual que Jack Ringwalt ayudó a Buffett a entender lo intrincado del negocio de los seguros, Gene Abegg, que era presidente del Illinois National Bank, enseñó a Buffett el negocio bancario. Lo que Buffett aprendió es que los bancos son negocios rentables si la dirección concedía los préstamos de manera responsable y reducía los costes. «Nuestra experiencia ha sido que el directorio de una operación que ya es de alto coste, con frecuencia es altamente ingenioso a la hora de encontrar nuevas formas de aumentar los gastos generales», dijo Buffett, «mientras que el director de una operación estrechamente controlada acostumbra a seguir encontrando métodos adicionales para recortar los costes, incluso cuando los costes están muy por debajo de los de sus competidores. Nadie ha demostrado esta última capacidad mejor que Gene Abegg». <sup>16</sup>

### **Dogma: perspectivas favorables a largo plazo**

Buffett dice que Wells Fargo no es Coca-Cola. En cualquier clase de circunstancias es difícil imaginarse que Coca-Cola pudiera fracasar como negocio; pero el negocio bancario es diferente. Los bancos pueden quebrar, y lo hacen en muchas ocasiones. A la mayoría de cierres de bancos puede seguirseles la pista hasta llegar a errores directivos, como Buffett nos indica. En la mayoría de los casos los bancos fracasan cuando la dirección concede préstamos de una manera estúpida, lo que un banquero racional nunca hubiera pensado hacer. Cuando los activos son veinte veces el capital, lo que es común en el sector bancario, cualquier estupidez directiva que involucre aunque sea una pequeña cantidad de activos, puede destruir el capital de un banco.

Sin embargo, Buffett dice que no es imposible que los bancos sean buenas inversiones. Si la dirección hace bien su trabajo, los bancos pueden generar un rendimiento sobre el capital del 20 %. A pesar de que esto está por debajo de lo que una Coca-Cola o una Gillette puede ganar, está por encima del

15 . John Liscio, «Trading Points», *Barron's*, 29 de octubre de 1990, 51.

16 . Cartas a los Accionistas de Berkshire Hathaway, 1977-1983, 15.

rendimiento medio de la mayoría de los negocios. Buffett explica que si eres un banco, no hace falta ser el número uno de tu sector, lo que cuenta es la forma en que gestionas tus activos, tus pasivos y los costes. Al igual que el negocio de los seguros, los bancos son en gran parte un negocio de bienes de consumo, y como sabemos, en un negocio de este tipo o parecido, las acciones de la dirección son, con frecuencia, el rasgo más distintivo de ese negocio. A este respecto, Buffett seleccionó el mejor equipo directivo de la banca. «Con Wells Fargo», declara, «pensamos que hemos obtenido los mejores directivos de esta clase de negocios, Carl Reichardt y Paul Hazen. En muchos aspectos, la combinación de Carl y Paul me recuerda otra; Tom Murphy y Dan Burke en Capital Cities/ABC. Cada una de estas parejas es más fuerte que la suma de sus partes».<sup>17</sup>

### Dogma: racionalidad

Cuando Carl Reichardt se convirtió en presidente de Wells Fargo en 1983, empezó a transformar ese lento banco en un negocio rentable. Desde 1983 hasta 1990, Wells Fargo tuvo un promedio de rendimientos del 1,3 % sobre los activos y del 15,2 % sobre el capital. En 1990, Wells Fargo se había convertido en el décimo mayor banco del país con 56 billones de dólares en activos. Reichardt, al igual que muchos de los directivos a los que Buffett admira, es racional. A pesar de que Reichardt todavía no ha instigado un programa de recompra de acciones o repartido dividendos especiales, todo lo cual recompensa a los accionistas, dirige Wells Fargo en beneficio de sus propietarios. Al igual que Tom Murphy en Capital Cities/ABC, se ha convertido en legendario a la hora de controlar los costes. Una vez que los costes estuvieron bajo control, Rejehardt nunca permitió que subieran. Está buscando, constantemente, formas de mejorar la rentabilidad de Wells Fargo.

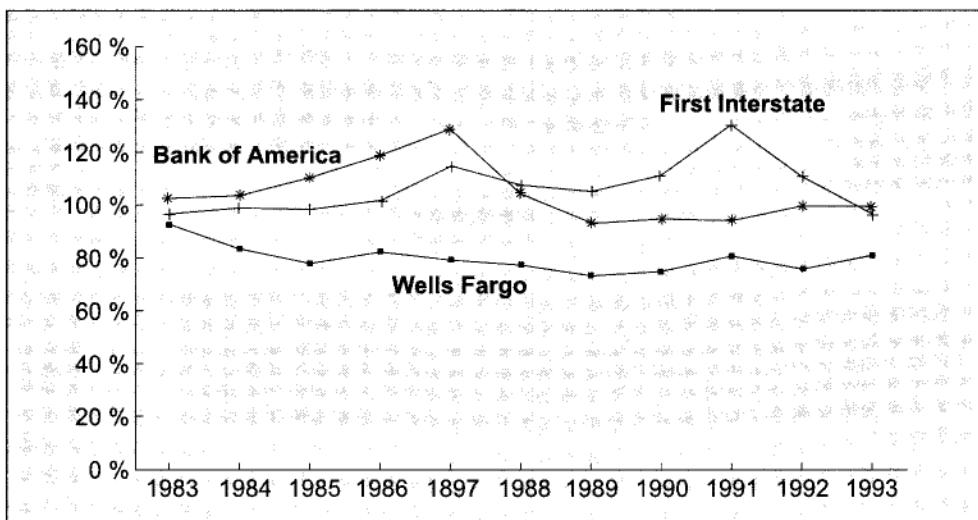
Cuando mide la eficiencia operativa de un banco, un analista puede comparar los gastos generales de la empresa como un porcentaje de su margen financiero.<sup>18</sup> Las eficiencias de explotación de Wells Fargo son entre un 20 y un 30 % mejores que las del First Interstate o las del Bank of America (ver la figura 7.15). Reichardt dirige Wells Fargo como otros empresarios gestionarían sus operaciones. «Intentamos llevar esta empresa igual que un negocio», dijo Reichardt. «Dos y dos son cuatro. No son ni siete ni ocho».<sup>19</sup>

Cuando Buffett compró Wells Fargo en 1990, el banco cerró el año con el mayor porcentaje de préstamos de inmuebles comerciales de todos los

17 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1990, 16.

18 . Reid Nagle, «Interpreting the Banking Numbers» en *The Financial Services Industry-Banks, Thrifts, Insurance Companies, and Securities Firms*, Association of Investment Management and Research, 1991,

19 . «CEO Silver Award», *Financial World*, 5 de abril de 1988, 92.



**Figura 7.15.** Los gastos generales como porcentaje del margen financiero del Bank of America, First Interstate y Wells Fargo.

grandes bancos del país. Los 14,5 billones de dólares de préstamos comerciales de Wells Fargo eran cinco veces su capital. Como sea que la recesión de California estaba empeorando, los analistas se imaginaron que una gran parte de los préstamos comerciales de los bancos se estropearía. Fue éste el motivo de que bajara tanto el precio de las acciones de Wells Fargo en 1990 y 1991.

En la estela de la debacle del FSLIC (Sociedad federal del Seguro de Crédito a la Construcción), los inspectores de bancos revisaron rigurosamente la cartera de préstamos de Wells Fargo. Presionaron al banco para que pusiera aparte 1,3 billones de dólares en reservas para préstamos dudosos en 1991 y otros 1,2 billones de dólares al año siguiente. Como las reservas eran apartadas cada trimestre, los inversores empezaron a sentirse aprensivos con cada anuncio subsiguiente. En lugar de hacer una gran dotación para las reservas de pérdidas de préstamos, el banco repartió los gastos a lo largo de un período de dos años. Los inversores empezaron a preguntarse si el banco llegaría alguna vez a terminar con sus problemas de préstamos.

Después de que Berkshire anunciara que era propietaria de Wells Fargo en 1990, el precio de las acciones ascendió brevemente. A principios de 1991, el precio de las acciones llegó a 98 dólares, proporcionando un beneficio de 200 millones de dólares a Berkshire. Pero luego, en junio de 1991, el banco anunció otra partida para reservas y el precio de las acciones cayó trece puntos en dos días, hasta llegar a 74 dólares. A pesar de que el precio de las acciones se recuperó ligeramente en el cuarto trimestre de 1991, quedó claro que Wells Fargo tendría todavía que aceptar otro cargo contra los be-

neficios, para añadirlo a sus reservas por la pérdida de préstamos. Al cerrar el ejercicio de 1991, el precio de las acciones de Wells Fargo cerró a 58 dólares por acción. Después de una carrera de tipo montaña rusa, la inversión de Berkshire en Wells Fargo había llegado a su punto de equilibrio. «Hice una infravaloración de la gravedad tanto de la recesión de California como de los problemas inmobiliarios de la empresa», confesó Buffett.<sup>20</sup>

### Dogma: determinar el valor

En 1990, Wells Fargo ganó 711 millones de dólares, un aumento sobre 1989 del 18 %. En 1991, a causa de las reservas para pérdidas de préstamos, Wells Fargo ganó 21 millones de dólares. En 1992, los beneficios se incrementaron ligeramente hasta los 283 millones de dólares, pero siguieron siendo menos de la mitad de lo que la empresa había ganado dos años antes. No es sorprendente que exista una relación inversa entre los beneficios de un banco y sus provisiones para pérdidas de préstamos (ver la figura 7.16). Pero si uno elimina las provisiones para pérdidas de préstamos de Wells Fargo de los beneficios de la empresa, se descubre una empresa con una dinámica rentabilidad económica (ver la figura 7.17). Desde 1983, el margen financiero del banco ha crecido a una tasa del 11,3 % y sus ingresos no financieros (honorarios de inversiones y los gastos de depósitos) ha crecido a una tasa del 15,3 %. Si se excluyen las nada habituales provisiones para la

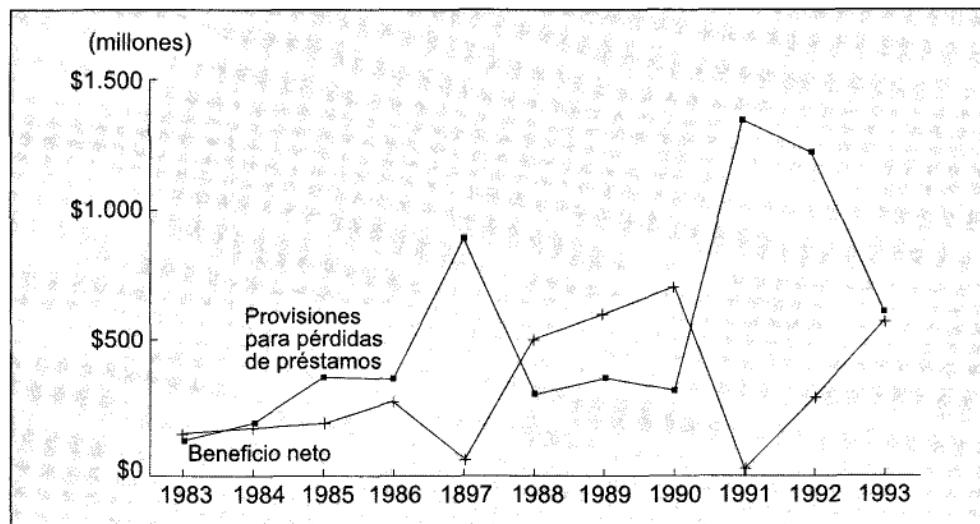


Figura 7.16. La provisión para pérdida de préstamos y beneficio neto de Wells Fargo.

20 . Gary Hector, «Warren Buffett's Favorite Banker», *Forbes*, 18 de octubre de 1993, 46.

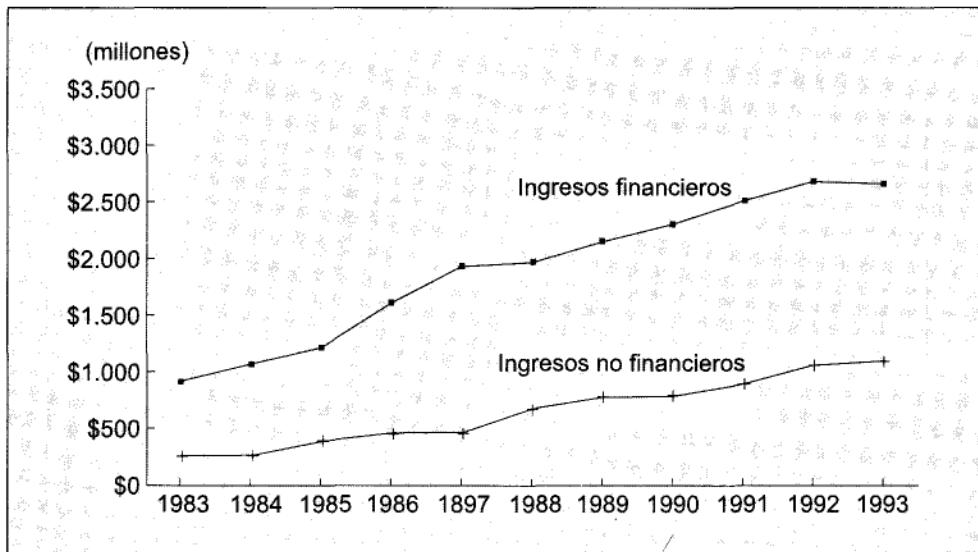


Figura 7.17. Evolución de los ingresos de Wells Fargo.

pérdida de préstamos de 1991 y 1992, el banco hubiera tenido aproximadamente un billón de dólares en rentabilidad económica.

El valor de un banco es la función de su activo neto más sus beneficios previstos como negocio establecido. Cuando Berkshire Hathaway empezó a adquirir Wells Fargo en 1990, la empresa había ganado 600 millones de dólares el año anterior. El interés medio del bono del Gobierno de los EEUU a treinta años, en 1990, era aproximadamente del 8,5 %. Para seguir siendo conservadores, podemos descontar los beneficios de Wells Fargo de 1989 de 600 millones de dólares al 9 % y valorar el banco en 6,6 billones de dólares. Si el banco nunca hubiera ganado ni diez centavos más de 600 millones de dólares en ganancias anuales durante los siguientes treinta años, por lo menos valía 6,6 billones de dólares. Cuando Buffett adquirió Wells Fargo en 1990, pagó 59 dólares por acción. Con 52 millones de acciones en circulación, esto era equivalente a pagar 3 billones de dólares por la empresa, un descuento del 55 % de su valor.

Por supuesto, el debate sobre Wells Fargo se centraba en si la empresa, después de haber tomado en consideración todos sus problemas de préstamos, todavía poseía rentabilidad económica. Muchos decían que no, Buffett decía que sí. Sabía que la propiedad de Wells Fargo no era algo exento de riesgos. Así es como racionalizó su compra para Berkshire Hathaway. «Los bancos de California se enfrentan al riesgo específico de un gran terremoto que puede ocasionar la suficiente destrucción en los prestatarios para que a su vez destruya a los bancos que les hayan prestado», dijo Buffett. «Un segundo riesgo es sistémico (e incluye) la posibilidad de una contracción de

los negocios o un pánico financiero tan grave que pondría en peligro a casi todas las instituciones altamente apalancadas, sin importar en absoluto la inteligencia utilizada en su dirección».<sup>21</sup> Ahora bien, la posibilidad de que estos dos acontecimientos sucedieran, a juicio de Buffett, era baja. Pero seguía existiendo un riesgo viable, dijo. «El mayor temor del mercado», explicó, «es que los valores en inmuebles de la Costa Oeste se desmoronen a consecuencia de un exceso de construcción y representen grandiosas pérdidas para los bancos que hayan financiado la expansión. Como sea que Wells Fargo es un prestamista líder en inmuebles, se cree que es particularmente vulnerable».<sup>22</sup>

Buffett sabía que Wells Fargo ganaba un billón de dólares anuales antes de impuestos, después de haber gastado una media de 300 millones de dólares para pérdidas de préstamos. Se imaginaba que si un 10 % de los 48 billones de dólares en préstamos del banco, no sólo los préstamos de inmuebles comerciales sino todos los préstamos del banco, eran préstamos problemáticos en 1991 y producían pérdidas, incluyendo los intereses, que estaban en un promedio del 30 % del valor del principal del préstamo, Wells Fargo estaría en su punto de equilibrio. Incluso si Wells Fargo no ganaba dinero durante un año, él pensaba que esto no sería grave. «En Berkshire», dijo Buffett, «nos encanta adquirir negocios o invertir capital en proyectos que no producen ningún rendimiento durante un año, pero que luego puede esperarse que obtengan un 20 % en crecimiento del patrimonio».<sup>23</sup> La atracción de Wells Fargo se intensificó cuando Buffett fue capaz de comprar acciones con un 50 % de descuento sobre su valor.

«La banca no tiene por qué ser un mal negocio, pero con frecuencia lo es», dijo Buffett, añadiendo que «los banqueros no tienen por qué hacer cosas estúpidas, pero con frecuencia las hacen».<sup>24</sup> Buffett describe un préstamo de alto riesgo como cualquier préstamo realizado por un banquero estúpido. Cuando Buffett adquirió Wells Fargo, apostó a que Reichardt no era un banquero estúpido. «De lo que se trata en realidad es de hacer una apuesta sobre la dirección», dijo Charlie Munger. «Nosotros pensamos que ellos solucionarán los problemas más deprisa y mejor que cualquier otra persona».<sup>25</sup> La apuesta de Berkshire ha sido una apuesta ganadora. Al terminar 1993, el precio por acción de Wells Fargo había llegado a los 137 dólares.

Aunque los reguladores obligaron a Reichardt a dotar más de 2 billones de dólares en reservas para préstamos dudosos, parece que ahora el banco tiene un exceso de reservas de 1 billón de dólares. Le llaman la venganza de

21 . Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1990, 16.

22 . *Ibid.*

23 . *Ibid.*

24 . R. Hutchings Vernon, «Mother of All Annual Meetings», *Barron's*, 6 de mayo de 1991.

25 . John Taylor, «A Leveraged Bet», *Forbes*, 15 de abril de 1991, 42.

Carl Reichardt. «No hay otro banco en que los reguladores perdieran más el norte que en Wells Fargo», dijo Thomas Brown, un analista de Donaldson, Lufkin & Jenrette.<sup>26</sup> Con este exceso de capital (29 dólares por acción) bajo la forma de innecesarias provisiones para pérdidas de préstamos, Wells Fargo tiene la opción de recomprar acciones y/o elevar el dividendo de forma espectacular.

### **Resumen**

La confianza de Warren Buffett en Wells Fargo sigue creciendo. En 1992, Berkshire compró más acciones del banco, elevando su participación a los 6,3 millones de acciones, lo que representa un 11,5 % del banco. Pidió y recibió permiso de la Reserva Federal para comprar hasta el 22 % del banco. En noviembre de 1993, Berkshire añadió acciones de Wells Fargo a su posición, a precios que oscilaban entre los 106 y los 100 dólares por acción. «No quiero empezar a revender acciones de Wells Fargo ni nada por el estilo», dijo Buffett. «Sólo creo que es un negocio muy bueno, con la mejor dirección, a un precio razonable. Y cuando así sucede, es habitual que se pueda hacer más dinero».<sup>27</sup>

---

26 . Susan Pulliam, «Wells Fargo's Loan-Loss Reserves May Prove Far Too Large, Boosting Profit and Stock in '94», *The Wall Street Journal*, 11 de noviembre de 1993, C2.

27 . Hector, «Warren Buffett's Favorite Banker», 46.

# 8

## Otras inversiones interesantes

A pesar de los tristes rendimientos en bolsa, 1994 fue un año relativamente ocupado para Buffett. De hecho, cuando el mercado no parece nada inspirado es precisamente el momento en que el interés de Buffett empieza a centrarse. Berkshire Hathaway hizo cuatro diferentes y significativas adquisiciones en la segunda mitad del año. Buffett, con su continuada apreciación de la economía que rodeaba a los sectores de los medios y la edición, adquirió el 4,9 % de Gannett, la mayor editorial de periódicos de la nación. También adquirió el 8,3 % del PNC Bank, un gran banco regional con sede en Pittsburgh.

En un movimiento más sorprendente, Buffett añadió 6,6 millones de acciones ordinarias de Salomon a la ya sustancial inversión de Berkshire de 700 millones de dólares en preferentes convertibles de esa empresa. Finalmente, durante el verano de 1994, Berkshire convirtió sus acciones preferentes de American Express en ordinarias. Buffett siguió luego adquiriendo acciones de American Express durante el resto del año y gran parte del primer trimestre de 1995. En total, Buffett invirtió 1,36 billones de dólares en la empresa. Fue la primera inversión de Berkshire de un billón de dólares desde las adquisiciones de Buffett de Coca-Cola en 1988 y 1989.

La adquisición por The Walt Disney Company de Capital Cities/ABC creó una maravillosa oportunidad para Warren Buffett. Los 20 millones de acciones de Cap Cities en poder de Berkshire, con una base de coste de 17,25 dólares por acción, valen más de 120 dólares por acción. A pesar de que los términos de la adquisición permiten a los tenedores de Cap Cities recibir más acciones de Disney o más dinero, según la disponibilidad, Berkshire ganará por lo menos 65 dólares por acción y una acción de Disney por cada acción de Cap Cities que posee. Buffett se ha convertido ahora en el segundo mayor accionista de The Walt Disney Company con 1,3 billones de dólares en dinero adicional.

## Gannet Company<sup>1</sup>

Gannett Company es una empresa diversificada de noticias y medios de 7,7 billones de dólares. Sus negocios incluyen la edición de periódicos, emisoras y publicidad exterior. Gannett es el mayor grupo de periódicos del país con ochenta y ocho periódicos, cincuenta publicaciones no diarias y los populares *USA Today* y *USA Weekend*.

La publicación *USA Today* se está convirtiendo rápidamente en el periódico más popular. En 1994, la circulación pagada diaria media de los periódicos Gannett pasaba de los 6,3 millones de ejemplares.

Gannett posee y explota diez emisoras de televisión en Phoenix, Denver, Washington D. C., Atlanta, Jacksonville y otras ciudades. La empresa también explota seis emisoras de radio de FM y cinco de AM en Los Angeles, San Diego, Tampa-St. Petersburg, Chicago, Dallas y Houston. Además, Gannett es el mayor grupo de publicidad exterior en América del Norte, con explotaciones en once estados y Canadá.

### **Dogma: sencillo y comprensible**

Los periódicos y las emisoras de televisión son negocios que Buffett entiende fácilmente. Ha sido propietario de The Washington Post Company y del *Buffalo News* durante más de veinte años, y de Capital Cities/ABC desde 1985. Esta experiencia no sólo eleva sus calificaciones como un propietario experto de Gannett, sino que también hace que entre claramente dentro de su círculo de competencia.

### **Dogma: perspectivas favorables a largo plazo**

Desde 1973 hasta 1987, los periódicos y las emisoras de televisión disfrutaron de un período excepcionalmente próspero. Los periódicos, al darse cuenta de que eran una fuente primaria tanto para la publicidad local como para la nacional, apalancaron esta ventaja aumentando, de forma periódica, sus tarifas de espacio. Cuando la economía se ralentizó, llegando a afectar en última instancia a la circulación y los ingresos procedentes de los anuncios clasificados, los periódicos pudieron contar con un ligero aumento en las tarifas de espacio publicitario para ayudar a conseguir que crecieran los beneficios. Durante este período, las emisoras de televisión también fueron las beneficiarias de una competencia limitada. A pesar de que la audiencia base para la televisión por cable seguía aumentando, las cadenas de televisión seguían siendo la forma de llegar a la mayoría de telespectadores.

---

1. Robert G. Hagstrom, Jr., es el gestor de cartera del Focus Trust. Esta sociedad de inversión inmobiliaria posee acciones ordinarias en la Gannet Company. Además, el Focus Trust puede, de vez en cuando, adquirir acciones adicionales de la empresa.

Luego, a finales de los años ochenta, el cuadro empezó a cambiar. Las empresas estaban reduciendo de forma notable sus presupuestos de publicidad, a causa de la ralentización de la economía. Además, las empresas también empezaron a experimentar poniendo su dinero de publicidad en otros medios. Correo directo, encartes y marketing objetivo empezaron a distraer el dinero de los tradicionales anuncios en los periódicos; la publicidad por cable tenía el mismo efecto en las emisoras de televisión.

Al principio, los analistas y las empresas de medio no estaban seguros a qué atribuir los cambios. ¿Era el resultado de una economía en recesión, o era un cambio más permanente en el dinero de la publicidad, indicando que los anunciantes habían encontrado unas formas más eficaces en cuanto al coste de llegar a los consumidores? En cualquier caso, las empresas periodísticas y de radio-teledifusión, al darse cuenta de que ya no dominaban sus mercado, no tuvieron otra elección que moderar sus incrementos de tarifas y empezar a competir de una manera más vigorosa por el dinero de la publicidad.

Es inevitable que la competencia haga presión sobre los rendimientos y la rentabilidad. Los periódicos no estaban excluidos de esta presión. El Sr. Mercado, como sucede tan a menudo, vacilaba entre la euforia y la desesperanza. No debe sorprender que a medida que los periódicos y las empresas de medios empezaron a informar de unos rendimientos relativamente más bajos, el entusiasmo del Sr. Mercado empezó a desinflarse y los precios de estos negocios descendieron de forma sumarial. Pero al igual que el Sr. Mercado tiene una tendencia a reaccionar exageradamente en la parte alta, también hace lo mismo en la parte baja.

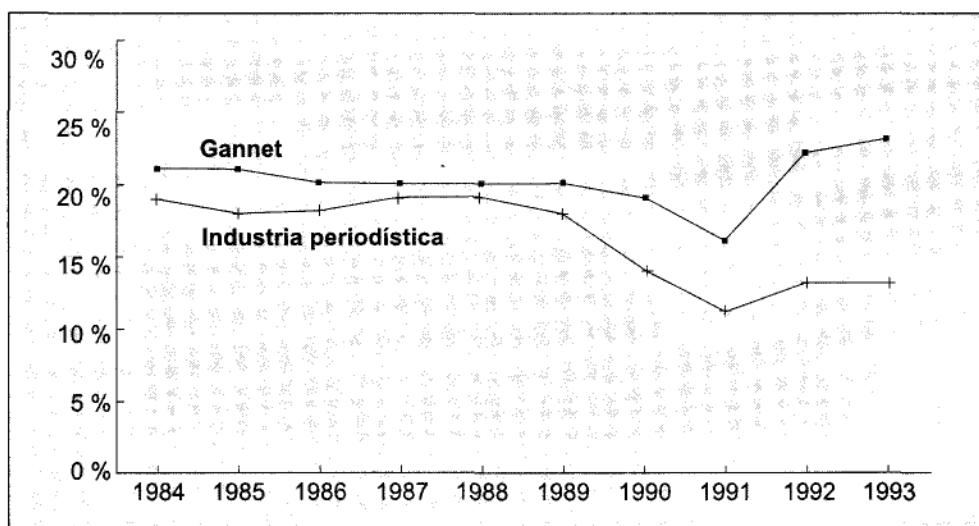
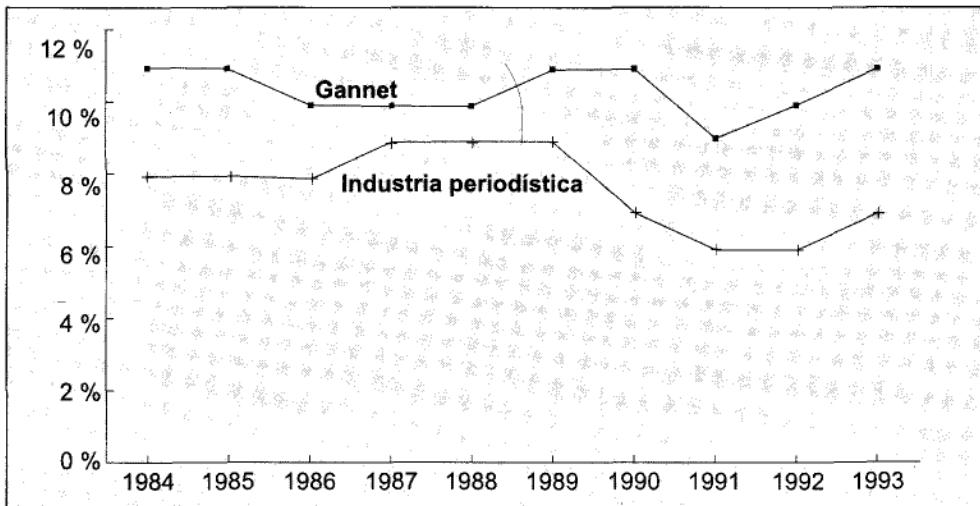


Figura 8.1. Rentabilidad del capital de el sector periodística y de la Gannett Company.



**Figura 8.2.** Los márgenes de beneficio de el sector periodística y de la Gannett Company.

### *Dogma: rendimiento sobre el capital*

A pesar de que la rentabilidad de las empresas periodísticas había disminuido, la atracción de estos negocios no era tan mala como indicaban los precios de sus acciones. Es cierto que los rendimientos del capital de el sector periodística en general fueron más altos a mediados de los años ochenta, llegando a una media cercana al 19 %, y que empezaron a disminuir durante los años noventa (ver la figura 8.1). Sin embargo, incluso entonces, los rendimientos del capital para el sector seguían siendo superiores a los rendimientos económicos de la mayoría de otros negocios, llegando a un promedio del 13 % comparado con un 10 %. El rendimiento del capital de Gannett, al igual que su grupo de competidores, disminuyó. Sin embargo, a diferencia de ellos, la empresa se reagrupó rápidamente y en 1993 aumentó su rendimiento del capital a unos niveles récord del 23 %.

### *Dogma: márgenes de beneficio*

Una de las razones de que Gannett haya disfrutado de un rendimiento de mayor rentabilidad ha sido el tenaz ataque de su dirección contra los costes, tanto en los buenos tiempos como en los malos. Jack Curley, presidente y director general de Gannett, empezó a cortar los gastos generales muy poco después de que se hiciera con el control en 1986. A finales de los años ochenta, los gastos generales de Gannett como un porcentaje de las ventas totales, estaban cerca del 2,3 %. En 1993, esa cifra había bajado al 1,8 %. La atención de la dirección a los controles financieros puede verse fácil-

mente cuando se compara el margen de beneficio de Gannett con el de el sector periodística (ver la figura 8.2). Hoy en día, Gannett disfruta de unos márgenes de beneficio del 11 %, cuatro puntos porcentuales más que la media del sector.

### Dogma: racionalidad

Gran parte del éxito reciente de Gannett puede atribuirse a Curley. Su predecesor, Al Neuharth, había sido responsable de la expansión de Gannett. Neuharth utilizó descaradamente el capital de Gannett como el medio de adquirir otros periódicos. La media de acciones en circulación de Gannett desde 1974 a 1987 ascendió de 94 millones de acciones a 162 millones. Desde que asumió los deberes de director general en 1986, Curley ha demostrado más sensibilidad, centrándose en los rendimientos para los accionistas en lugar de en la expansión. En 1994, Gannett invirtió 399 millones de dólares en ella misma, recomprando ocho millones de acciones a un precio medio de 50 dólares por acción (ver la figura 8.3). «Comparado con los precios que se piden por otras empresas de medios», dijo Curley, «creemos que nuestras propias acciones representan un valor irresistible».<sup>2</sup>

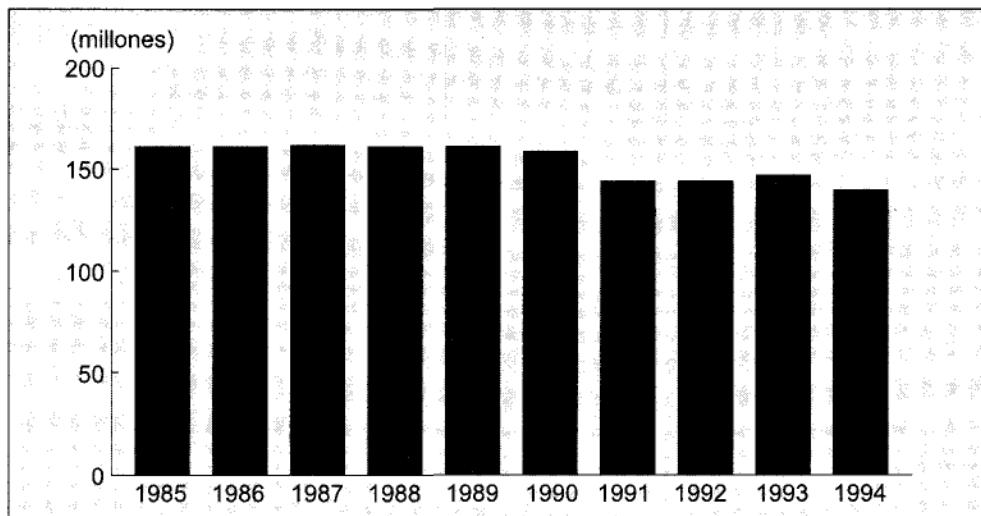


Figura 8.3. Las acciones en circulación de Gannett Company.

2. Informe Anual de Gannet de 1994, 4.

### Dogma: determinar el valor

Desde 1985, los beneficios del accionista de Gannett (beneficio neto menos inversiones más la depreciación) han crecido a un 12 % al año. Al cerrar el ejercicio de 1993, los beneficios del accionista de Gannett estaban en 474 millones de dólares. Sabemos que Buffett descuenta los beneficios del accionista al bono del Tesoro de los EEUU a treinta años que esté en vigor. Sin embargo, ajustará la tasa de actualización durante períodos en que los tipos de interés sean cíclicamente bajos, y este era el caso en 1994. Durante el cuarto trimestre de 1994, los tipos de los bonos a largo, oscilaban entre el 7,5 y el 8 %.

Si descontamos los beneficios del accionista a un 10 % más conservador, y asumimos que los beneficios del accionista de Gannett continuarán creciendo al 12 % durante los diez años siguientes, y luego a un 5 % más lento, el valor actual descontado de los beneficios futuros del accionista de Gannett

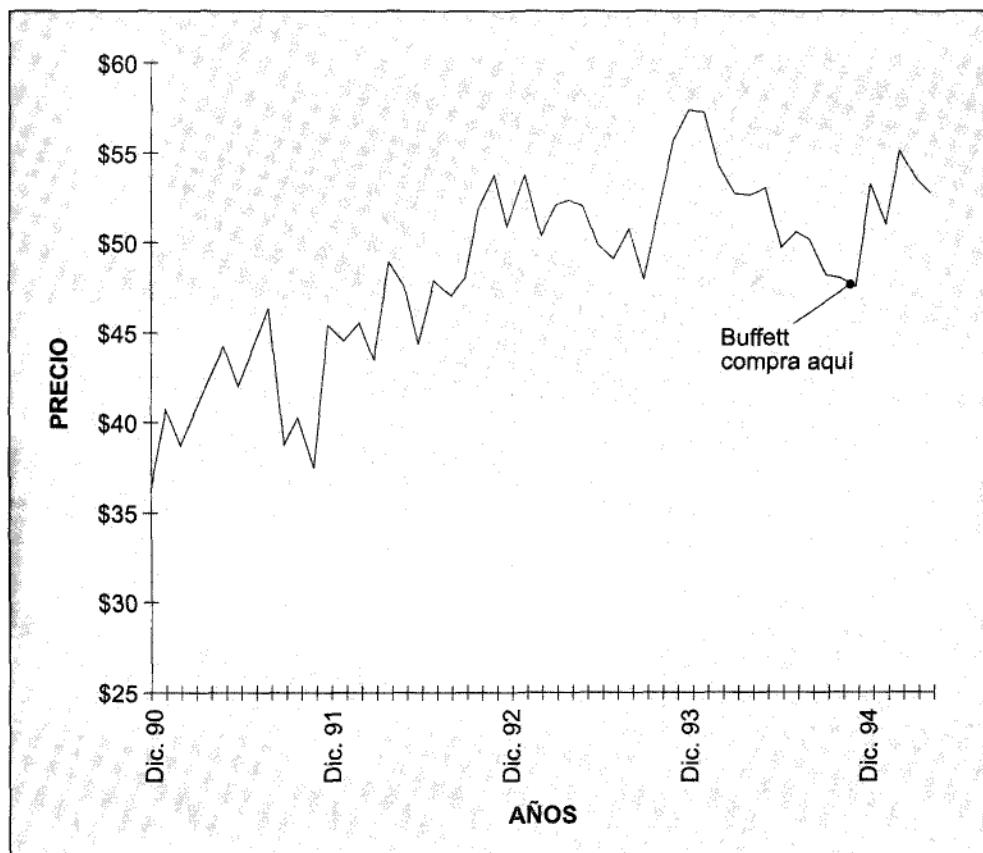


Figura 8.4. El precio de las acciones ordinarias de Gannett Company.

es aproximadamente de 17 billones de dólares, o 122 dólares por acción (ver la tabla A.26). Si asumimos que Gannett puede crecer sólo a un 10 % seguido por un 5 % de tasa de crecimiento residual en el año once, el valor presente descontado de Gannett es de 14,6 billones de dólares, o 104 dólares por acción.

### **Dogma: comprar a precios atractivos**

El precio de las acciones de Gannett se cotizaba entre 45 y 50 dólares por acción en la segunda mitad de 1994 (ver la figura 8.4). El coste medio para Buffett de las acciones de Gannett fue de 48 dólares por acción. A una asunción de crecimiento del 12 %, Buffett compró Gannett a un descuento del 60 % del valor intrínseco de la empresa. A una tasa de crecimiento del 10 %, la compra fue a un descuento del 54 % de su valor intrínseco. En cualquier caso, había un margen de seguridad.

Gannett es una de las inversiones clásicas de Buffett. Él adquirió un negocio fácilmente comprensible con una economía subyacente favorable, dirigido por directores responsables y racionales. Y adquirió las acciones a unos precios discretos. Mientras otros abandonaban sus inversiones en empresas periodísticas, pensando que la economía del negocio sólo podía ir hacia abajo, Buffett se puso a calcular lo que Gannett valía a pesar de su posición más económicamente competitiva. El péndulo emocional del Sr. Mercado había oscilado demasiado lejos y Buffett, de nuevo, recogió otra joya.

### **PNC Bank Corporation**

PNC Bank es la doceava mayor empresa bancaria de EE UU, con unos activos de 64 billones de dólares y un capital de los accionistas de 4,4 billones de dólares. El PNC Bank es un resultado de la fusión, en 1983, del Pittsburgh National Corporation y el Provident National Bank, con sede en Philadelphia. Desde la fusión, PNC ha ido incrementado de forma continuada su presencia bancaria por medio de adquisiciones y de la formación de diversas filiales no bancarias. Hoy en día, las oficinas de PNC pueden encontrarse tan al norte como Massachusetts, tan al oeste como Ohio, tan al sur como Kentucky y tan al este como New Jersey.

PNC presta una amplia gama de servicios y productos financieros a clientes a través de cuatro líneas de negocio separadas. La banca de particulares proporciona el acceso a los habituales sistemas de pago, depósito y préstamos a individuos y pequeños negocios. El banco de empresas proporciona financiación tradicional, gestión de tesorería y otros servicios financieros a negocios y órganos gubernamentales. El típico cliente corporativo del banco se especializa en industrias como las de atención sanitaria, recursos naturales, inmuebles y telecomunicaciones, y tiene unas ventas anuales que pueden ir desde los 5

hasta los 250 millones de dólares o más. La banca de particulares y la de empresas combinadas, constituyen el grueso de los beneficios de PNC: el 70 % de los beneficios totales en 1993 y más del 90 % en 1991.

El tercer negocio de PNC es una sociedad general de inversiones (IM&T), que proporciona asesoría de inversiones, gestión de activos y servicios administrativos y de custodia a individuos, instituciones y fondos de inversiones. La división IM&T del PNC es uno de los mayores proveedores de investigación de inversiones patrocinadas por un banco del país, y su investigación se vende a más de otras 245 instituciones financieras. PNC es el segundo mayor banco gestor de fondos de inversiones, el noveno mayor banco gestor de inversiones de los EEUU, y el treinta y dosavo mayor gestor de todos los gestores de inversiones. Los activos bajo gestión continúan creciendo. En el primer trimestre de 1995, PNC completó la adquisición de Black Rock Financial Management L. P., una empresa de gestión de inversiones de Nueva York con más de 24 billones de dólares en activos bajo gestión.

Recientemente, analistas que estudian el sector bancario han empezado a centrarse en un negocio bancario basado en comisiones. Los negocios de comisiones son una fuente de ganancias más predecible, y es típico que ayude a suavizar los beneficios irregulares que proceden de la cartera de préstamos de un banco. A pesar de la atractiva división IM&T del PNC, este segmento de negocios sólo proporcionó un 7 % de los beneficios del banco en 1993 y un 9 % en 1994.

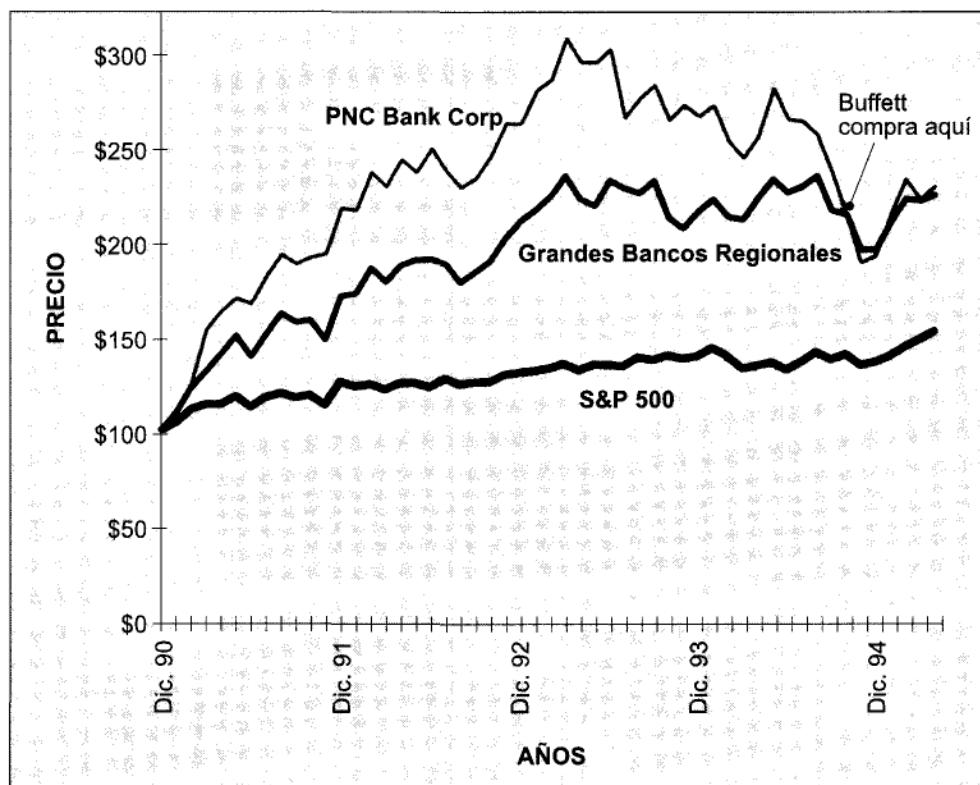
La banca de inversiones, el cuarto negocio del PNC, proporciona funciones de gestión de activos y pasivos para el banco, lo que incluye la gestión de las posiciones de valores del banco. La banca de inversiones también proporciona servicios de corretaje a más de 200 corredores de bolsa establecidos legalmente, inversiones de capital de riesgo y finanzas corporativas y públicas. La banca de inversiones del PNC es uno de los mayores bancos de emisiones de obligaciones pagaderas mediante ingresos para el sector de la atención sanitaria, institutos y universidades. Fue el traspie de la banca de inversiones en 1994 lo que por último llamó la atención de Buffett.

PNC, en relación a otros bancos, ha tenido siempre una gran cartera de valores. El motivo puede encontrarse en el sector cíclica del acero de Pittsburgh. El banco, para equilibrar los inevitables efectos de una economía ralentizada, dependía tradicionalmente de su cartera de valores cuando la demanda de préstamos fallaba. En la actualidad, a pesar de la economía más diversificada de Pittsburgh y su decreciente dependencia del sector del acero, el PNC sigue teniendo una importante cartera de valores. En 1994, la cartera de valores del banco representaba el 39 % de los activos del PNC, y los préstamos eran el 69 % de sus activos. Estas cifras contrastan de forma notable con el grupo regional de competidores del PNC, que tiene unos promedios del 20 y el 75 % respectivamente.

Una gran cartera de valores no es necesariamente mala; de hecho, cuando

los banqueros responsables son capaces de equiparar los activos y los pasivos, los resultados pueden ser rentables. En una gran cartera de bonos, sin embargo, el riesgo se encuentra siempre presente a causa de los cambios en los tipos de interés. Cuando éstos cambian, los activos y los pasivos de un banco pueden fácilmente «desemparejarse».

En 1994, el PNC se encontró en una posición delicada. El banco, a propósito, había emparejado mal los activos y los pasivos a fin de beneficiarse de los tipos de interés decrecientes. En realidad, esta estrategia había funcionado espléndidamente durante los tres años anteriores, pero en 1994 los tipos de interés empezaron a subir. A pesar de las predicciones de los economistas, la Reserva Federal aumentó los tipos siete veces durante ese año, y el mercado de bonos tuvo su peor actuación desde la Depresión. Las pérdidas relativas en el mercado de bonos eclipsaron incluso la crisis bursátil de 1987. La división de banca de inversiones del PNC presentó una pérdida de 136 millones de dólares durante 1994.



**Figura 8.5.** El precio de las acciones ordinarias de la PNC Bank Corp. comparado con los índices de los grandes bancos regionales y el S&P 500 (indexados a 100 dólares en la fecha inicial).

Cuando suben los tipos de interés, el precio de los valores financieros, especialmente los bancos, cae. Después de haber dejado atrás el Standard & Poor's 500 desde 1991 hasta 1993, en 1994 los grandes bancos regionales iniciaron una caída pronunciada (ver la figura 8.5). Y lo que era más desco-razonador aún para los accionistas del PNC: las acciones del PNC cayeron aún más en relación a las de su sector. De hecho, los del PNC eran unos de los valores bancarios con peor actuación en 1994, casi un 30 % hacia abajo, cuando la media de pérdida de las acciones de los demás bancos estaba alrededor del 4 %.

A pesar de la disminución de ganancias atribuida a la elevación de los tipos de interés, el PNC ha sido siempre un banco bien dirigido. La dirección separa los resultados financieros de cada división (banca de empresas, banca de particulares, sociedad general de inversiones y banca de inversiones), e informa a los accionistas como si cada segmento funcionara como un negocio por separado. Cada división informa de los márgenes de beneficio después de impuestos, expresados en forma de ganancias como un porcentaje de los ingresos, así como los ratios de gastos generales que son el porcentaje de los gastos en relación con los ingresos. Además, se asigna capital a cada unidad de negocios basándose en la propia evaluación del riesgo de la dirección.

Durante 1993 y 1994, las divisiones de banca de empresas y banca de particulares obtuvieron un 18 y un 20 % de rendimiento del capital. La sociedad general de inversiones genera unos rendimientos sobre el capital mayores del 40 %, mientras que la banca de inversiones tiene el potencial para obtener unos rendimientos aún más elevados. Los márgenes de beneficio después de impuestos de la banca de particulares y el IM&T son de un respetable 20 %. La banca de empresas y la de inversiones, al no estar orientadas hacia el público, en general exigen menos empleados, menos ladrillo y menos mortero, y por lo tanto generan unos márgenes de beneficio después de impuestos entre el 40 y el 50 %.

Los beneficios de una alta rentabilidad continuada, pueden apreciarse fácilmente cuando observamos el crecimiento del margen financiero y los ingresos no financieros del PNC (ver la figura 8.6). En 1984, el margen financiero era de 400 millones de dólares. Los ingresos no financieros habían crecido a una tasa del 16 % durante este período, subiendo de 200 a 822 millones de dólares.

### ***Dogma: determinar el valor***

En 1993, PNC ganó 610 millones de dólares, menos de los 745 millones de dólares del año anterior. Durante el cuarto trimestre de 1994, Buffett empezó a adquirir acciones del PNC a un precio medio de 25,85 dólares por acción (ver la figura 8.5). A ese precio, el valor de mercado de PNC con 235 millones de acciones en circulación era aproximadamente de 6,1 billones de dólares. Si nos limitáramos a descontar los beneficios del PNC de 1993 de

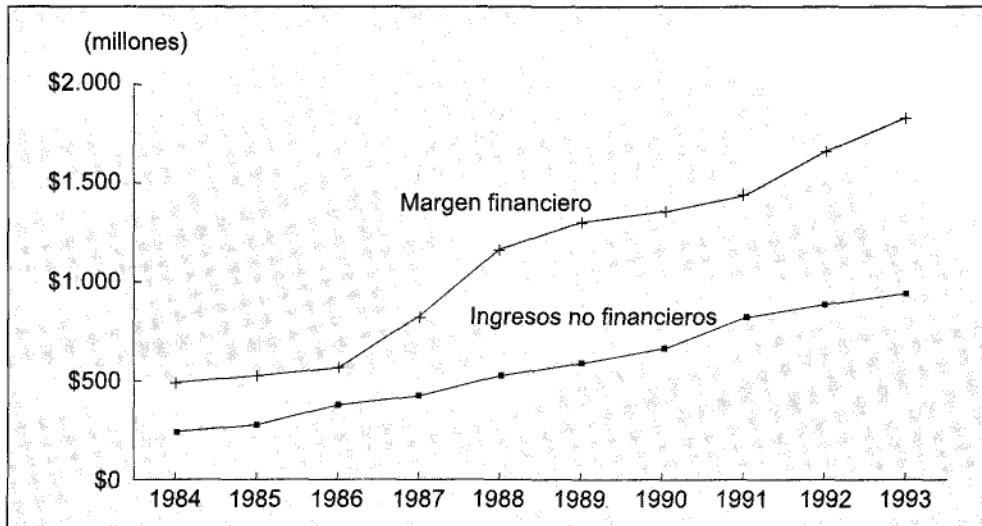


Figura 8.6. Margen financiero e ingresos no financieros del PNC Bank.

610 millones de dólares por el 10 % que, a pesar de ser más elevado que el interés del bono del Tesoro de los EE UU a treinta años, sigue siendo una tasa conservadora, aunque el banco nunca hubiera ganado ni un centavo más de 610 millones de dólares anuales a lo largo de la siguiente década, hubiera valido 6,1 billones de dólares. Pero, dada la calidad del banco, la atención de la dirección, el crecimiento potencial de los ingresos financieros y no financieros del banco, es probable que el PNC, yendo hacia adelante, gane más de 610 millones de dólares anuales. Así pues, entre el precio de mercado del PNC y su valor intrínseco calculado, existía un margen de seguridad.

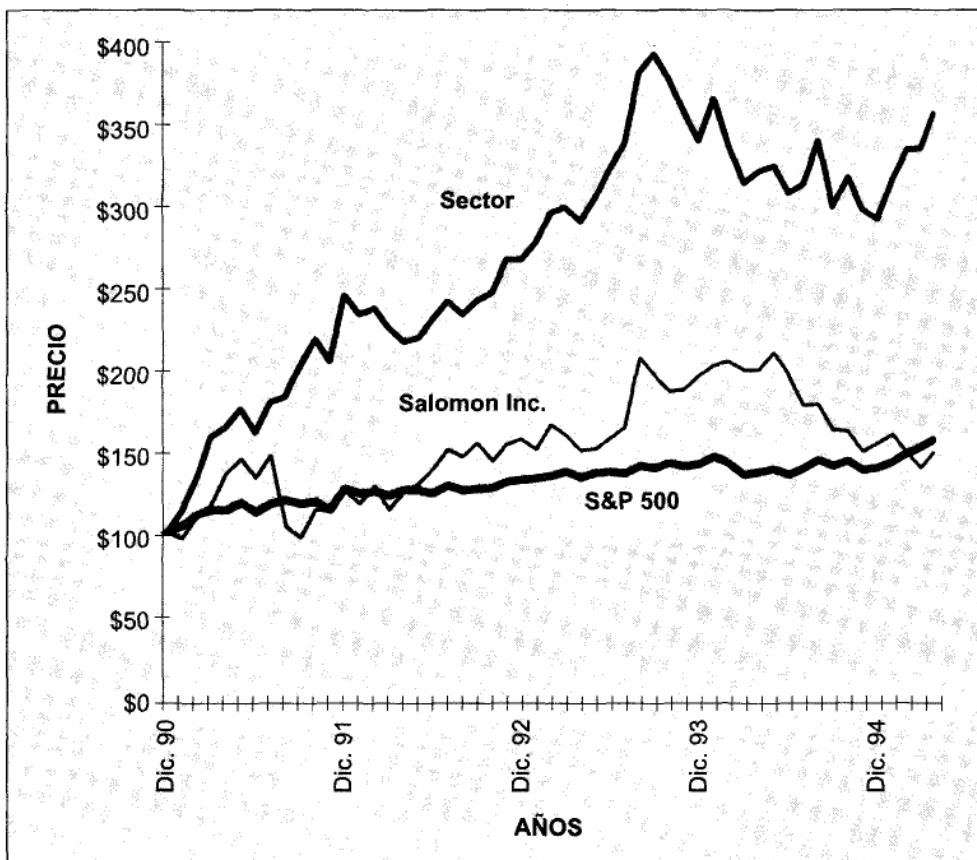
A lo largo de los años, Buffett ha llegado a dominar la capacidad de ignorar los macroacontecimientos que él piensa que tienen un efecto temporal sobre una empresa. Superó el pesimismo que rodeaba a Wells Fargo, y ha visto triplicarse la inversión de Berkshire en ese banco. El PNC no es Wells Fargo ni tampoco se está enfrentado, ni de lejos, al dilema financiero a que se enfrentaron Carl Reichardt y Paul Hazen. Buffett ha apostado, sencillamente, a que el impacto negativo del aumento de los tipos de interés sobre el PNC es temporal. Como sea que otros inversores se apartaron de los valores con lo que forzaron al precio a llegar a unos niveles irrazonablemente bajos, Buffett fue capaz de conseguir las acciones a unos precios de ganga. «La verdad es», escribe Buffett, «que casi siempre hemos hecho nuestras mejores compras cuando los temores y aprensiones respecto a algún macroacontecimiento estaban en su punto más alto. El miedo es el enemigo del caprichoso o del que sigue las modas, pero es el amigo del fundamentalista».<sup>3</sup>

3. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1994, I.

## Salomon Incorporated

«Frustante». Es la palabra que viene, más fácilmente, a la mente cuando se analiza la inversión de Berkshire en Salomon. Buffett ha invertido un tiempo, una energía y un dinero considerables en esta empresa y sin embargo, por lo menos en la superficie, los resultados han sido, hasta ahora, menos que gratificantes. Pero la frustración no es sinónimo de fracaso.

El fracaso implica que has perdido, que no fuiste capaz de conseguir el rendimiento deseado. La inversión de Berkshire en USAir es un fracaso, un error que incluso Buffett admite ante sus accionistas en el informe anual de Berkshire de 1994. USAir suspendió el pago de su dividendo preferente a Berkshire. El precio de las acciones de la empresa, que había sido de 50 dó-



**Figura 8.7.** El precio de las acciones ordinarias de Salomon Inc. comparado con los índices del sector y S&P 500 (indexado a 100 dólares en la fecha inicial).

lares, ha bajado a una sola cifra, y Buffett ha depreciado su inversión a veinticinco centavos por dólar.

Salomon, por otra parte, no ha suspendido el pago de su dividendo preferente del 9 % a Berkshire Hathaway. Cada año, desde 1987, Salomon ha enviado sumisamente 63 millones de dólares a Berkshire como rendimiento de su inversión de 700 millones de dólares. A pesar de que el precio de las acciones de Salomon no se comportó mejor que las de su sector durante el inicio de los años noventa (ver la figura 8.7), tampoco ha llegado a unos niveles tan bajos que uno pueda cuestionarse la viabilidad de la empresa.

Además, vale la pena tomar nota de que el rendimiento total para Berkshire procedente de su inversión en Salomon, incluye la renta del dividendo preferente y la opción de convertir a acciones ordinarias a 38 dólares. A pesar de que hay, en este momento, poco interés en convertir las acciones preferentes en ordinarias, el aspecto que presenta la rentabilidad es positivo. Como las corporaciones pueden excluir de los impuestos el 70 % de la renta del dividendo que reciben de otras corporaciones, el rendimiento neto después de impuestos que Berkshire recibe de las acciones preferentes de Salomon está cerca del 8,1 %, notablemente mejor que los bonos del Tesoro de los EEUU y otras acciones de un vencimiento y una calificación de crédito similares.

### **Dogma: perspectivas favorables a largo plazo**

Los bancos de inversiones no son líneas aéreas pero tampoco son empresas de refrescos y bebidas. Es decir, Salomon como negocio tiene una cierta economía que es más favorable que la de USAir. Pero no se equivoquen, la banca de inversiones no tiene, ni tendrá, una economía a largo plazo que encaje con la de Coca-Cola.

Buffett, ya en 1987, admitió que el negocio de la banca de inversiones carecía, en general, de los dogmas básicos de inversión que se encontraban en las otras inversiones centrales de Berkshire. Intentar predecir los flujos de caja futuros de negocios estables como Cola-Cola, Gillette, Capital Cities/ABC y The Washington Post Company, es mucho más sencillo que predecir los flujos de caja futuros de Salomon. Además, las principales inversiones de Berkshire tienen muy poco riesgo económico. Cuesta mucho imaginar que Cola-Cola o The Washington Post puedan fracasar como negocios. Los bancos de inversiones sin embargo pueden fracasar, y de hecho lo hacen, como negocios. Mientras que las acciones de la dirección pueden levantar o destruir una empresa de banca de inversiones, la historia nos demuestra que incluso a una dirección mediocre le costaría mucho trabajo destruir la poderosa economía de un negocio de franquicia. Sin embargo, como Buffett señala, una banca de inversiones llevada decentemente puede obtener, con el tiempo, unos altos rendimientos sobre el capital.

Salomon Brothers, la parte de banca de inversiones de Salomon, se encuentra en dos negocios diferentes. La banca de inversiones institucional en-

focada hacia el cliente, tiene el potencial de obtener del 12 al 15 % sobre el capital. Las operaciones del accionista, la división que negocia para la propia cuenta de Salomon Brothers, tiene el potencial de ganar entre el 15 y el 20 % sobre el capital. Cuando ambas divisiones han funcionado sin problemas, Salomon ha producido unos rendimientos económicos por encima de la media, sin embargo, como Buffett ha aprendido, cuando alguna de estas dos divisiones no está produciendo de acuerdo con todo su potencial, los rendimientos económicos de Salomon pueden ser vergonzosos.

### **Dogma: racionalidad**

Wall Street, en general, no es conocida por su racionalidad. En realidad, muchos han cuestionado la estrategia de Buffett de invertir en una industria que demuestra irracionalidad con tanta frecuencia. Salomon, en particular, ha actuado durante años con poca consideración para con sus accionistas y parecía carecer de cualquier sentido de conducta racional. Incluso a pesar de la introducción de accionistas externos, Salomon ha actuado siempre más como una sociedad privada que como una empresa cotizada en bolsa.

Consideren, por ejemplo, el sistema de compensaciones. En la mayoría de sociedades privadas, son los beneficios netos del negocio los que se pagan a los socios. Cuanto mayores son los beneficios, mayor es el dinero que se paga a los socios. Cuando Salomon se convirtió en una empresa cotizada, los accionistas externos (los propietarios de la empresa) esperaban, como es natural, que a cambio de su capital recibirían un beneficio sobre su inversión. Salomon ha demostrado su capacidad para generar unos beneficios sustanciales con su negocio, sin embargo los antiguos socios, ahora empleados, siguen esperando que la parte del león de los beneficios brutos de Salomon les siga llegando.

Cuando Buffett se convirtió en un propietario de Salomon no es sorprendente que se sintiera muy interesado por el método de distribuir dinero de la empresa. Lo que descubrió, con consternación, es que Salomon tenía implantado un método para repartir grandes primas y sueldos a un número en continuo crecimiento de directivos, a pesar de los mediocres rendimientos netos que estaban, en aquel entonces, a disposición de los accionistas.

No fue hasta que Buffett hubo instalado a Robert Denham y a Deryck Maughan como presidente y director ejecutivo de Salomon respectivamente cuando fue capaz de presentar un sistema de compensación basado en la racionalidad. La idea era pagar a los directores individuales de acuerdo con su contribución, después de que los accionistas consiguieran un rendimiento razonable sobre su inversión. Por primera vez, los empleados de Salomon fueron compensados por su capacidad de generar, ante todo, unos rendimientos respetables para los propietarios.

Un sistema de esta clase le parecía absolutamente racional a Buffett, quien durante años había implantado unas escalas de sueldos con saltos para los negocios de Berkshire. Pero por supuesto, Wall Street no es Main Street, lo

que había funcionado tan bien para Buffett y Berkshire durante décadas, ha funcionado francamente mal en Salomon. Desde que se implantó el nuevo sistema de compensaciones, los empleados de Salomon están amargados y desencantados. Muchos directivos se han marchado.

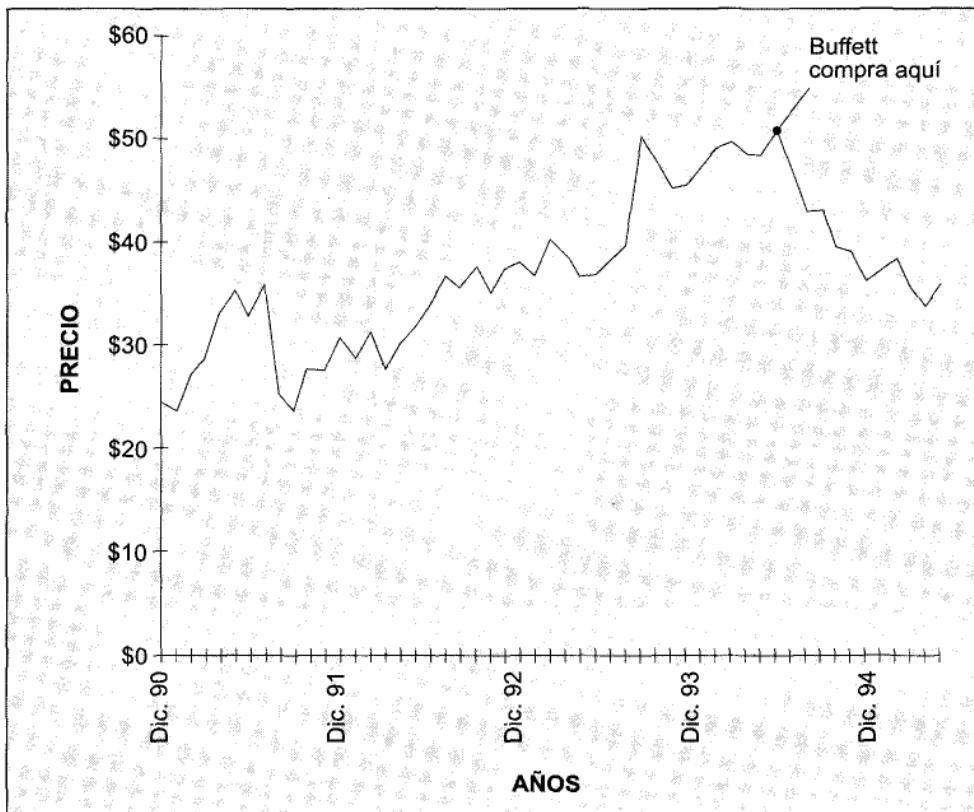
Este tumulto respecto a la compensación de los empleados, que parece inacabable, ha creado una oleada de escépticos que miran el futuro de Salomon con sospecha. Pero Buffett se mantiene en su sitio, ni ha sucumbido a la controversia que rodea a Salomon ni se ha sentido inflamado por ella. Lo que ha hecho es añadir 6,6 millones de acciones ordinarias a su inversión preferente convertible, otorgando a Berkshire algo más del 20 % del poder de voto de Salomon.

#### *Dogma: comprar a precios atractivos*

Berkshire adquirió 6,6 millones de acciones ordinarias a, aproximadamente, 49 dólares por acción (ver la figura 8.8). Hay 105 millones de acciones en circulación de Salomon. Cuando Buffett estaba comprando Salomon, el valor de mercado de la empresa era de 5,1 billones de dólares. Para que una empresa valga 5,1 billones de dólares descontados al 120 %, que es un tipo de interés más alto de lo que era el interés en ese momento de un bono del Tesoro de los EEUU a 30 años, necesitaría ganar por lo menos 510 millones de dólares al año. Desde 1984, Salomon ha obtenido una media de 380 millones de dólares al año, incluyendo su ganancia récord de 864 millones de dólares en 1993, seguida por su pérdida récord de 399 millones de dólares en 1994. Si Salomon pudiera crecer su base de 380 millones a un 5 % anual, la empresa valdría 7,9 billones de dólares. Sin embargo, incluso una tasa de crecimiento tan conservadora del 5 % puede ser difícil de conseguir para Salomon, porque su negocio es muy impredecible.

Sin embargo, la idea de que los beneficios de Salomon se prestarían a tal pronóstico, es sospechosa. En muchos aspectos, el negocio de Salomon es similar a otro de los negocios de Berkshire: la división de seguros de catástrofes. Dado un año cualquiera, el daño producido por un huracán puede hacer desaparecer absolutamente el beneficio de las primas anuales y obligar a Buffett a tener que echar mano de las reservas para pagar varios millones de dólares en reclamaciones. Por supuesto, siempre existe también la posibilidad de que en un año en particular no sucedan catástrofes y Berkshire se anotará todas las primas como beneficio. Es más probable que, según nos enseña la experiencia, de vez en cuando Berkshire tenga que pagar algunas pérdidas modestas y reciba algunos beneficios modestos. Es tan difícil predecir cuándo sucederán catástrofes como lo es predecir cuándo Salomon tendrá un año excepcionalmente rentable o desastroso. Lo que llegas a aprender es que durante un horizonte temporal más largo, el riesgo se reduce y los beneficios empiezan a ser regulares.

Empezando en octubre de 1995, Salomon tenía que empezar a redimir la



**Figura 8.8.** El precio de las acciones ordinarias de Salomon Inc.

inversión de Berkshire en preferentes convertibles, a una tasa de 140 millones de dólares al año durante los cinco años siguientes. Buffett tiene la opción de cancelarlas por dinero o convertirlas en 3,68 millones de acciones ordinarias de Salomon con un precio de punto de equilibrio de 38 dólares por acción. Había mucha especulación respecto a cuál sería la estrategia de Buffett cuando llegara octubre. ¿Lo convertiría en dinero, en acciones o en alguna otra combinación?

Uno de los análisis más perspicaces de la inversión de Buffett en Salomon proviene de Robert Coleman, de Combined Capital Management. Coleman se imagina que aunque Buffett convierta todas las preferentes en acciones ordinarias, habrá obtenido un rendimiento decente para su inversión en Salomon y además habrá posicionado a Berkshire por azar. De la forma en que Coleman se lo imagina, el billón de dólares de inversión de Berkshire en Salomon ha dado hasta ahora un resultado de 504 millones de dólares en dividendos. Después de los dividendos, la inversión neta en metálico de Buffett se sitúa aproximadamente en 500 millones de dólares. Coleman calcula que

la inversión de Berkshire vale más de 700 millones de dólares, considerando que Berkshire posee el 20 % de una empresa con un valor contable establecido de 3,5 billones de dólares y que tiene el potencial de obtener una rentabilidad del capital por encima de la media.

Salomon ha soportado y superado unos desafíos increíbles desde mediados de los ochenta: un intento de absorción de la empresa por Ron Perelman, el desastre bursátil de 1987, el escándalo de los Bonos del Tesoro, el desastre del Mercado de Bonos de 1994, y ahora un controvertido programa de compensaciones. Considerando sus respuestas a estos desafíos, se hace difícil definir a Salomon como un fracaso. Es cierto que Salomon no ha producido la gratificación que aparece en tantos otros valores de Berkshire. Pero como a Buffett le gusta recordar a los accionistas de Berkshire, «hay más de una forma de llegar al cielo». Salomon puede aún resultar esa inversión que en última instancia encuentra su propio y diferente camino hacia la rentabilidad.

### American Express Company<sup>4</sup>

Buffett confiesa: «Encuentro que una familiaridad a largo plazo con una empresa y sus productos ayuda a menudo a evaluarla».<sup>5</sup> Con la excepción de Coca-Cola, GEICO y The Washington Post Company, Buffett ha tenido una historia más larga con American Express que con cualquier otra empresa de las que Berkshire posee. A mediados de los sesenta, la Buffett Limited Partnership invirtió el 40 % de su patrimonio en American Express, poco después del escándalo del aceite de ensalada de la empresa. En esa época, American Express había emitido unos recibos de almacén certificando la existencia de un gran lote de aceite para ensalada. De hecho este aceite no había existido nunca y American Express se encontró muy pronto siendo responsable de reclamaciones por valor de millones de dólares. El precio de las acciones pronto bajo a la mitad, en cuyo momento Buffett adquirió el 5 % de la empresa por 13 millones de dólares. En los treinta años siguientes, Berkshire ha acumulado el 10 % de las acciones de American Express con un coste de 1,4 billones de dólares.

#### Dogma: un historial consistente de funcionamiento

A pesar de que la empresa ha superado todo un ciclo de cambios, American Express se encuentra, esencialmente, en el mismo negocio en que estaba

4. Robert G. Hagstrom, Jr., es el gestor de cartera del Focus Trust. Esta sociedad de inversión inmobiliaria posee acciones ordinarias en la American Express Company. Además, el Focus Trust puede, de vez en cuando, adquirir acciones adicionales de la empresa.

5. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1994, 17.

cuando Buffett compró por primera vez la empresa hace treinta años. Hay tres divisiones, Travel Related Services (TRS), que emite la tarjeta de crédito American Express y los American Express Travelers Cheques, que contribuyen con el 72 % a las ventas de American Express; American Express Financial Advisors (antes IDS Financial Services), una división de productos de inversión, seguros y planificación financiera que constituye el 22 % de las ventas. American Express Financial Advisors tiene más de 3.600 asesores financieros que son responsables de 106 billones de dólares en activos, lo que hace que esta división sea uno de los mayores gestores de dinero del país. American Express Bank contribuye con un modesto 5 % a las ventas de la empresa, pero el banco hace mucho tiempo que es el representante local de la tarjeta American Express, con una red de ochenta y siete oficinas en treinta y siete países de todo el mundo.

American Express Travel Related Services sigue siendo un predecible suministrador de beneficios. La división siempre ha generado unas sustanciales beneficios del accionista y ha financiado fácilmente su propio crecimiento. Pero cuando una empresa genera más dinero del necesario para su explotación, a menudo la distribución responsable de este capital se convierte en una prueba para la dirección. Algunos directivos pasan la prueba invirtiendo únicamente el capital que se necesita y devolviendo el resto a los propietarios de la empresa ya sea incrementando el dividendo o recomprando acciones. Otros directivos, incapaces de resistirse al imperativo institucional, encuentran constantemente maneras de gastar dinero y ampliar el imperio corporativo. Desgraciadamente, éste fue el destino de American Express durante varios años bajo el liderazgo de James Robinson.

El plan de Robinson era utilizar el exceso de dinero en metálico de TRS para adquirir negocios relacionados y así convertir American Express en una fuente inagotable de servicios financieros. IDS demostró ser una compra rentable. Shearson-Lehman, sin embargo, fue una decepción. No sólo fue incapaz de financiarse a sí misma, sino que exigió crecientes cantidades del exceso de dinero de TRS para su propio funcionamiento. Con el tiempo, Robinson invirtió 4 billones de dólares en Shearson. Fue este error financiero lo que hizo que Robinson se pusiera en contacto con Buffett. Berkshire adquirió 300 millones de dólares en acciones preferentes. A pesar de que Buffett, en esa época, estaba dispuesto a invertir en American Express a través de acciones preferentes, no fue hasta que finalmente la racionalidad apareció en la empresa cuando sintió la suficiente confianza para convertirse en un accionista ordinario.

### **Dogma: racionalidad**

No es un secreto que la joya de la corona de la empresa es la famosa American Express Card. Lo que parece que faltaba en American Express era un equipo directivo que reconociera y apreciara la clave de este negocio. Afor-

tunadamente, esta realización se dio en 1992, cuando Robinson dimitió sin ceremonias y Harvey Golub se convirtió en director general. Golub, utilizando un tono familiar con Buffett empezó a utilizar términos como «franquicia» y «valor de marca» cuando se refería a la American Express Card. La tarea inmediata de Golub fue reforzar la conciencia de marca de TRS y reforzar la estructura de capital de Shearson-Lehman para prepararla para la venta.

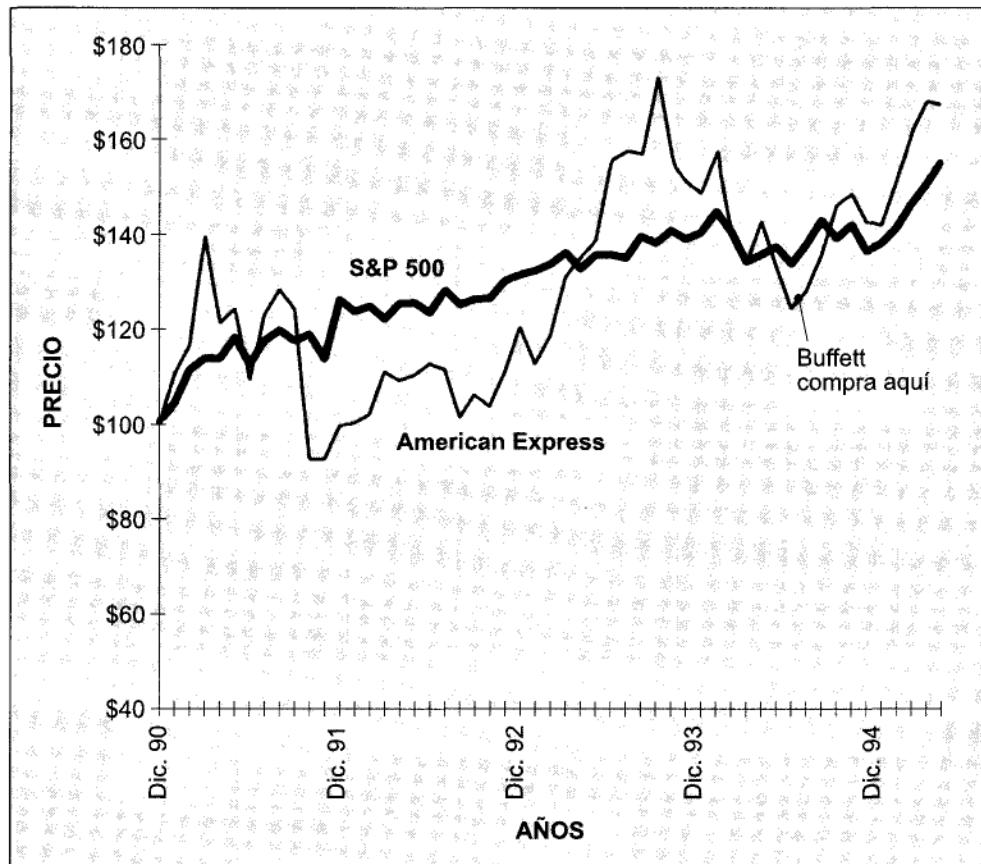
Durante los dos años siguientes, Golub empezó el proceso de liquidación de los activos de American Express que no evolucionaban bien, y a restaurar la rentabilidad del capital para la empresa. En 1992, Golub inició una oferta pública por First Data Corporation (la división de servicios de datos e información de la empresa) que proporcionaba a American Express más de un billón de dólares netos. El año siguiente, la empresa vendió The Boston Company, su división de gestión de dinero, al Mellon Bank por 1,5 billones de dólares. Poco después, Shearson-Lehman fue dividida en dos negocios. Se vendieron las cuentas al por menor de Shearson y las acciones de Lehman Brothers fueron transferidas a los accionistas de American Express a través de una distribución libre de impuestos, pero no antes de que Golub hubiera tenido que poner un billón de dólares más, y el último, en Lehman.

En 1994, American Express estaba empezando a mostrar signos de su antigua rentabilidad. Los recursos de la empresa estaban ahora firmemente detrás de TRS. El objetivo de la dirección era hacer de la American Express Card la «marca de servicios más respetada del mundo». Todas las comunicaciones de la empresa enfatizaban el valor de franquicia del nombre American Express. Incluso IDS Financial Services volvió a ser bautizada como American Express Financial Advisors.

Ahora que todo estaba en su lugar, Golub fijó los objetivos financieros de la empresa: incrementar los beneficios por acción en un 12-15 % anual y conseguir un rendimiento del capital del 18-20 %. Luego, en septiembre de 1994, American Express hizo una declaración que demostraba claramente la racionalidad de la nueva dirección de la empresa. El consejo de administración autorizó a la dirección, sujeto a las condiciones del mercado, a recomprar 20 millones de sus acciones ordinarias. Eso fue música para los oídos de Buffett.

Durante el verano de 1994, Buffett había convertido las acciones preferentes de American Express que Berkshire tenía. Poco después, empezó a comprar aún más acciones ordinarias (ver la figura 8.9). Al terminar el ejercicio, Berkshire poseía 27 millones de acciones a un precio medio de 25 dólares por acción. Al completar el plan de recompra de acciones que había anunciado en el otoño de 1994, American Express anunció en la primavera siguiente que recompraría 40 millones adicionales de acciones, lo que representaba un 8 % del total de acciones en circulación.

Está claro que American Express es hoy en día una empresa muy distinta de lo que era hace unos pocos años. Después de haber expulsado a Shear-



**Figura 8.9.** El precio de las acciones ordinarias de American Express comparado con el S&P 500 (indexado a 100 dólares en la fecha inicial).

son-Lehman con sus masivas necesidades de capital, American Express tenía una poderosa capacidad de generar un exceso de dinero. Por primera vez, la empresa tenía más capital y más acciones de las que necesitaba. Buffett, apreciando los cambios económicos que se estaban produciendo en American Express, incrementó de manera espectacular la posición de Berkshire en la empresa. Durante marzo de 1995, Buffett añadió otros 20 millones de acciones con lo que la propiedad de Berkshire en American Express era muy poco menos del 10 %.

#### *Dogma: determinar el valor*

Desde 1990, la amortización y las provisiones han sido, poco más o menos, iguales que las adquisiciones de terrenos, edificios y equipos de American

Express. Cuando los cargos por depreciación y amortización se aproximan a los pagos por inversiones, los beneficios del accionista se igualan con el beneficio neto. Sin embargo, a causa de la errática historia de la empresa, es difícil averiguar la tasa de crecimiento de los beneficios del accionista de American Express. Bajo estas circunstancias es mejor utilizar una proyección de crecimiento muy conservadora.

A finales de 1994, y reflejando los resultados netos de las filiales de American Express vendidas en 1993, los beneficios del accionista de la empresa fueron aproximadamente de 1,4 billones de dólares. El objetivo de Golub para la empresa era hacer crecer los beneficios a una tasa del 12-15 % y sin parar. Utilizando un crecimiento del 10 % en los beneficios durante los diez años siguientes y a partir de ahí un crecimiento residual del 5 % (lo que está decididamente por debajo de la previsión de la dirección), y descontando los beneficios al 10 % (que es un factor de descuento conservador si se tiene en cuenta que el bono del Tesoro de los EE UU a treinta años estaba rindiendo el 8 %) el valor intrínseco de American Express es de 43,4 billones de dólares, o de 87 dólares por acción (ver la tabla A.27). Si la empresa es capaz de hacer crecer sus ganancias al 12 %, el valor intrínseco de American Express está más cerca de los 50 billones de dólares, o los 100 dólares por acción. En el caso de la valoración más conservadora, Buffett estaba adquiriendo American Express a un descuento del 70 % del valor intrínseco de la empresa. Esta cifra representa un margen de seguridad significativo.

### *Dogma: perspectivas favorables a largo plazo*

Para algunos inversores es difícil apreciar las cualidades de American Express. Hoy en día, el mercado de la tarjeta de crédito de uso general está dominado por Visa y MasterCard. Como ambas empresas emiten tarjetas con cuotas anuales y los clientes pueden utilizarlas en la mayoría de lugares, ¿cómo puede competir American Express? Primero, American Express está siendo aceptada por una lista creciente de comerciantes. The American Express Card se acepta ahora en el 80 % de los establecimientos de venta al por menor de los EEUU, en el 86 % de gasolineras y en cerca del 100 % del mercado mundial verdaderamente importante de los viajes y el ocio. En segundo lugar y más importante, los poseedores de American Express gastan más que los usuarios de la MasterCard o Visa: una media de 4.000 dólares al año en lugar de los 1.500 dólares de estos últimos. Para los comerciantes, el volumen de gastos es un punto clave de venta, y por ello American Express no tienen problemas para conseguir que cada vez más comerciantes acepten su tarjeta.

Muchos inversores, al observar el crecimiento del gasto de los consumidores, buscan constantemente acciones en restaurantes, casinos y complejos de ocio. Buffett ha eliminado el riesgo de tener que adquirir cualquiera de estos negocios mientras sigue aprovechándose de este fenómeno del ocio. No im-

porta cuál sea la forma de ocio o de entretenimiento que elija el consumidor, muchos están pagándolo con la American Express Card. Al poseer el 10 % de la empresa, Buffett ha conseguido un *royalty* en toda la multitud de compras que se producen cada día.

### The Walt Disney Company<sup>6</sup>

Buffett confesó: «No siento un entusiasmo global por todas las fusiones. Pero este acuerdo tiene más sentido para mí que cualquier otro acuerdo que haya visto, con la posible excepción de Capital Cities y ABC». <sup>7</sup> Éste fue el inicio de la mayor fusión empresarial desde la adquisición de RJR Nabisco por Kolberg Kravis Roberts & Company en 1989. En un movimiento pasmoso, The Walt Disney Company, liderada por Michael Eisner, ofreció comprar Capital Cities/ABC por 19 billones de dólares. De esta forma, esta «nueva» Walt Disney Company se convierte en la mayor empresa de medios y entretenimiento del mundo.

Así como mucha gente quedó sorprendida del atrevimiento de Eisner, también quedaron asombrados por el último acto de Tom Murphy como jefe de Capital Cities/ABC. Puede que no haya habido nunca otro director general que haya demostrado tan bien la capacidad para dirigir una empresa a través de un entorno de negocios tan cambiante. La oferta pública inicial de Capital Cities fue en 1957 a un precio de 5,75 dólares por acción. Hoy en día, esa sola acción, ajustada por divisiones de valores, se ha convertido en 80 acciones que valen aproximadamente unos 10.000 dólares. Es una increíble tasa de rendimiento medio anual del 22 % durante los últimos treinta y ocho años.

Al entregar Capital Cities/ABC a Disney, Murphy dejó atrás a la cadena número uno de televisión, ABC, ocho emisoras de televisión y veintiuna de radio, siete periódicos y setenta y un semanarios, sesenta y una revistas especializadas, el 80 % de la propiedad de ESPN, la mayor cadena de cable de América e intereses en otras dos cadenas de cable: A&E y Lifetime. Además, Capital Cities/ABC habían formado alianzas y adquirido participaciones en varias empresas de televisión y de producción de películas internacionales así como en emisoras internacionales de televisión.

Murphy también dejó 400 millones de dólares, limpios de toda deuda, en la caja de caudales de la empresa. Esto sólo ya es un hecho admirable en un sector plagado de empresas que, al pagar excesivamente por sus adquisiciones, se han endeudado enormemente. Es aún más notable si se piensa que

6. Robert G. Hagstrom, Jr., es el gestor de cartera del Focus Trust. Esta sociedad de inversión inmobiliaria posee acciones de Capital Cities/ABC y acciones de The Walt Disney Company. Además, el Focus Trust puede, de vez en cuando, adquirir acciones adicionales de estas empresas.

7. Tony Jackson, «Disney in \$19bn TV Takeover», *Financial Times*, 1 de agosto de 1995, 1.

Murphy empezó en 1954 con una emisora de televisión y una de radio AM en Albany, Nueva York.

La empresa que reúne a Walt Disney y Capital Cities/ABC es verdaderamente impresionante. A la lista de activos de Capital Cities/ABC, Disney aporta parques temáticos (Disneyland, Disney World y Epcot Center), empresas de producción de películas y de televisión (Touchstone y Walt Disney Pictures), la división de animación («Aladino», «El Rey León», «Pocahontas»), distribución de películas (Miramax y Buena Vista) y el Disney Channel. Es propietaria de 350 tiendas Disney en todo el mundo que venden una amplia gama de productos. Disney también posee intereses en Euro Disney, Hyperion Press, el equipo de hockey Mighty Ducks, el equipo de béisbol California Angels, y una empresa de teatro que acaba de producir la ampliamente aclamada versión teatral de «La Bella y la Bestia». Esta nueva empresa combinada tiene un valor de mercado muy por encima de los 40 billones de dólares y debería generar 16,5 billones de dólares en ingresos anuales.

### *Dogma: perspectivas favorables a largo plazo*

El negocio de los medios se define, a menudo, en dos partes: contenido y continente. El contenido es producto, o dicho de otra forma, películas y programas de televisión. El continente se refiere a los canales de distribución o la forma en que el producto se lleva hasta el consumidor. La parte dinámica del matrimonio Disney-Cap Cities es la fusión de «la empresa de contenido número uno del mundo (Disney) con la empresa de distribución número uno (Cap Cities)», explica Buffett.<sup>8</sup>

En el pasado, los inversores han valorado más el contenido que la distribución. A pesar de que la economía de una empresa de distribución de medios es muy atractiva, los rendimientos de una programación de éxito pueden ser enormes. Últimamente, las empresas de distribución y de contenido han estado dando vueltas las unas alrededor de las otras, en lo que podría describirse como una furiosa danza de apareamiento. La estrategia de combinar un programador con un distribuidor parece más bien obvia. A causa de cambios en las leyes federales, a las cadenas ya no se les impide poseer empresas que desarrollan programas. Ahora pueden ser propietarias, así como distribuidoras de programación, y por lo tanto pueden aumentar su rentabilidad general. Los programadores, a su vez, al alinearse con un distribuidor, ayudan a garantizar la colocación de sus programas.

Pero juzgar la fusión de Disney-Cap Cities como un matrimonio de conveniencia entre un programador y un distribuidor parece que no es lo adecuado. «Cuando adquirimos Capital Cities/ABC, no estábamos comprando una cadena», dice Eisner, «la empresa es más que eso».<sup>9</sup> En realidad, lo que pare-

8. *Ibid.*

9. Maggie Mahar, «Magic Kingdom?», *Barron's*, 7 de agosto de 1995, 14.

ce ser la parte más tentadora del arsenal de Cap Cities no es otra cosa que la ESPN, Entertainment Sports Programming Network. La ESPN llega a 66 millones de hogares en EE UU y a 95 millones de hogares adicionales en más de 150 países en todo el mundo. A Murphy le preguntaron si ESPN era la parte más valiosa de toda la adquisición: «Para Disney», replicó Murphy, «creo que es verdad».<sup>10</sup>

La fusión con Cap Cities no trata de recortar los costes. Tampoco trata especialmente de asegurar la colocación de programas. La fusión entre Cap Cities y Disney quiere un incremento de los ingresos y la única forma de incrementarlos, tanto de forma significativa como duradera, es extenderse al extranjero.

El constante zarandeo de las cadenas para alcanzar la posición número uno es, a largo plazo, un juego de suma cero. Después de todo, sólo hay quinientos millones de pupilas en este país y ese número no está creciendo muy rápidamente. La forma de sostener el crecimiento de los ingresos no es jugar a las sillas musicales con la alineación de programación de la cadena, sino llegar a más pupilas. Al igual que Coca-Cola, Gillette y Wrigley han llegado a entender que la forma de aumentar las ventas es a través de la expansión del consumo de sus productos, también las empresas de medios han empezado a aprender esta lección. El objetivo del negocio del entretenimiento es capturar más pupilas, y el número de pupilas en el extranjero comparado con el de EE UU es increíble.

Las dos clases de programación que viajan fácilmente por todo el mundo son los deportes y el entretenimiento animado. Ambos son universalmente atractivos, fáciles de traducir a diferentes lenguajes y apolíticos en su contenido. Al ser propietaria del Disney Channel y de ESPN, Disney puede ahora expandirse en el extranjero de una forma muy fuerte. A pesar de que el nombre de marca Disney es reconocido en todo el mundo, el alcance de su programación ni siquiera empieza a igualar a la penetración de ESPN, porque ésta empezó la distribución internacional de la programación deportiva mucho antes de que el Disney Channel consiguiera su primer abonado. En la actualidad, ESPN no sólo proporciona deportes internacionalmente populares como el baloncesto, fútbol, béisbol y rugby, sino que ha consolidado su relación con países de manera individualizada al salpicar la programación con los acontecimientos deportivos populares favoritos de cada país y realizados a su medida. Por ejemplo, en la India, un partido de rugby de la NFL puede ir seguido por un partido local de cricket, mientras que en China ese mismo partido de rugby puede ir antes de un torneo de tenis de mesa. Ahora el Disney Channel será capaz de beneficiarse de ESPN así como de sus dos décadas de experiencia mundial para acelerar la distribución de su programación animada. Al entender el valor de ESPN, uno empieza a

---

10. Bill Carter y Richard Sandomir, «The Trophy in Eisner's Big Deal», *The New York Times*, 6 de agosto de 1995, 1-3.

apreciar que la fusión Disney-Cap Cities no trata únicamente sobre la compra de una cadena de EE UU.

### **Dogma: racionalidad**

La reputación de Michael Eisner como un director eficaz se ve, con frecuencia, ensombrecida por su extravagante arreglo de compensación con The Walt Disney Company y su personalidad dominante. Pero nadie ha podido decir nunca que Eisner no se preocupa apasionadamente por Disney ni nadie puede disputar el valor que ha creado para los accionistas de Disney. Desde mediados de los años ochenta, Eisner ha ayudado a crear 22 billones de dólares en valor de mercado para los accionistas de Disney. Por cada dólar que Eisner ha retenido para la empresa, ha creado casi 4 dólares en valor de mercado. Este testamento por sí solo ya indica la apreciación del mercado para el enfoque directivo de Eisner.

Sin embargo, la indicación más fundamental de racionalidad se encuentra, con mayor frecuencia, en la actitud de un directivo hacia la emisión de acciones de la empresa y la disolución del valor del accionista individual. En este punto Michael Eisner ha puntuado extremadamente bien. De hecho, su resistencia a emitir acciones adicionales de Disney para propósitos de adquisición casi echó a pique el asunto de Cap Cities. Murphy y Eisner habían discutido el potencial de fusión de las dos empresas durante años y con mayor interés durante los últimos meses. En cualquier caso, las conversaciones se rompieron después de que Eisner se negara a emitir nuevas acciones Disney para Cap Cities. Murphy, comprensiblemente, quería un intercambio de acciones para eliminar el importante impuesto de ganancias del capital que tendría que pagarse como en todas las ofertas que se realizan únicamente en metálico, y para permitir que los accionistas de Cap Cities siguieran prosperando en el futuro de la nueva empresa. Finalmente, Murphy y Eisner fueron capaces de llegar a un compromiso. Eisner ofreció intercambiar una acción de Disney y 65 dólares por cada acción de Cap Cities. Murphy aceptó.

### **Dogma: determinar el valor**

Ahora el desafío al que se enfrentan los inversores no es determinar si la oferta de Disney por Cap Cities es justa y razonable, sino averiguar el valor de poseer o adquirir acciones en esta nueva empresa. A pesar de que siempre hay incertidumbres financieras asociadas con la fusión de dos empresas, sin hablar ya de dos empresas de este tamaño que operan en un mercado dinámico mundial, aún podemos hacer una estimación justa del valor intrínseco de la nueva empresa Disney, utilizando la metodología esbozada en este libro.

La mejor forma de comprender el valor intrínseco de la nueva empresa Disney, es evaluar los resultados de explotación de las dos empresas indivi-

duales sobre una base previsional. Utilizando una estimación conservadora de los resultados de explotación de ambas empresas en 1995, podemos ajustar estos resultados para que reflejen los costes de la fusión. Al término del ejercicio 1995, Disney habría ganado aproximadamente 1,37 billones de dólares. Los gastos por depreciación de ese año sumarían un total de 495 millones de dólares y la empresas habrían gastado 1,1 billones de dólares en inversiones. Los beneficios del accionista de Disney (beneficio neto más la depreciación menos las inversiones) será aproximadamente de 765 millones de dólares. Cap Cities se espera que gane 785 millones de dólares este año, tenga 175 millones de dólares en depreciación y gaste 125 millones de dólares en inversiones. Sus beneficios del accionista en 1995 serían aproximadamente de 835 millones de dólares.

En 1995 y de forma combinada, la nueva empresa Disney generaría unos beneficios del accionista de 1,6 billones de dólares. Pero esta nueva empresa también tendría una deuda adicional de 10 billones de dólares, los fondos utilizados para pagar la fusión. Stephen Bollenbach, director general de finanzas de Disney, estima que el coste de esta deuda, de la cual la mitad será de tipo fijo y la otra mitad a un tipo ajustable, será del 7 % anual. Esta nueva carga de deuda significa que Disney tendrá anualmente 700 millones de dólares en costes de préstamos. Considerando que Disney es probable que pague una tasa de impuesto corporativo del 40 %, el coste neto anual después de impuestos para Disney será aproximadamente de 420 millones de dólares. Los beneficios netos del accionista de la nueva empresa Disney después de los costes de la fusión debería ser igual a 1,18 billones de dólares (1,16 billones menos 420 millones de dólares).

Sabemos que Buffett descuenta los beneficios del accionista por el interés del bono del Tesoro de los EEUU a treinta años, que esté en vigor en ese momento. Pero también sabemos que cuando los tipos de interés son cíclicamente bajos, como lo son ahora, él duda en descontar a unos tipos tan bajos y ajusta el tipo de descuento más alto. Si asumimos que esta nueva empresa será capaz de hacer crecer los beneficios del accionista a una conservadora tasa anual del 15 % durante diez años, seguida de una tasa aún más conservadora del 5 % a partir de entonces, y luego descuenta esas ganancias a una tasa ajustada del 10 %, el valor intrínseco de la nueva empresa Disney es aproximadamente de 53,8 billones de dólares (ver la tabla A.28).

### **Dogma: comprar a precios atractivos**

Cuando Disney se fusiona con Cap Cities, la empresa emite 154 millones de acciones adicionales que representan el número total de acciones de Cap Cities en circulación. El total de acciones en circulación de Disney será entonces de 675 millones. Si Disney puede aumentar los beneficios del accionista a una tasa del 15 % durante los diez años siguientes, y a partir de entonces a una tasa más lenta del 5 %, el valor intrínseco por acción de Disney

es aproximadamente de 80 dólares. Al precio actual de mercado de las acciones de Disney de 60 dólares por acción, parece que la empresa está vendiendo con un descuento del 25 % de su valor intrínseco. Este no es un gran margen de seguridad comparado con el de la mayoría de compras de Buffett, pero indica a los propietarios de acciones de Disney así como a los poseedores de acciones de Cap Cities, que recibirán acciones de Disney que no poseen una inversión sobrevalorada.

Es fácil incrementar el valor intrínseco de una empresa simplemente aumentando la tasa a la que uno estima que crecerán los beneficios del accionista. Por ejemplo, si uno cree que Disney será capaz de hacer crecer sus beneficios del accionista a una tasa del 17 %, el valor intrínseco de Disney es de 93 dólares por acción. Si uno cree que Disney será capaz de alcanzar su objetivo de hacer crecer la empresa a una tasa del 20 %, el valor intrínseco de la empresa estará muy por encima de los 100 dólares por acción.

Sin embargo, Buffett advierte a los inversores que no hinchen las asunciones de crecimiento utilizadas en sus análisis. El margen de seguridad está pensado para proteger al inversor de circunstancias imprevistas que pueden afectar a una empresa y a sus beneficios del accionista. No se puede sencillamente ampliar el margen de seguridad y creer que se está protegiendo uno mismo al incrementar de forma arbitraria las tasas de crecimiento. Nuestras asunciones económicas no reflejan las sinergias obvias que se darán entre Disney y Cap Cities. «Las sinergias siguen y siguen», dijo Eisner.<sup>11</sup> De hecho, él dice que las discusiones en que las partes intentaron poner un valor justo a la fusión fueron, frecuentemente, interrumpidas por la realización de otra oportunidad más que la fusión presentaba.

La fusión Disney-Cap Cities también ha tenido sus críticos. Algunos han cuestionado el buen juicio de integrar verticalmente una empresa de medios. Otros han contemplado de forma sospechosa la rentabilidad de adquirir una empresa en su punto económico más alto. Incluso unos cuantos escépticos se preguntan la forma en que esta nueva empresa será capaz, alguna vez, de combinar dos culturas empresariales tan diferentes. Sin embargo, lo que sí existe es un sentimiento de que ha formado un negocio nuevo excepcional.

A menudo, cuando una empresa anuncia que compra a otra empresa, el precio de las acciones de la compañía adquirida sube y el precio de las acciones del comprador cae unos cuantos puntos. El efecto inmediato de un precio mayor de absorción fuerza, de forma natural, a que el precio más alto de las acciones de la empresa adquirida refleje la absorción. Sin embargo, Wall Street acostumbra a castigar a los compradores, pensando bien o mal, que han corrido más riesgo al incrementar la deuda o al fusionar dos entidades separadas. Buffett, como casi siempre, vio la cosas de forma distinta. Pensó

11. Bill Carter, «Suddenly at ABC, The Future Is Now», *The New York Times*, 1 de agosto de 1995, D1.

que al fusionar Cap Cities y Disney se estaba creando una empresa más fuerte. Mientras algunos ejecutivos estaban preocupados por la forma en que reaccionaría el precio de las acciones de Disney el día de la fusión anunciada, Buffett le apostó 100 dólares a un ejecutivo de Disney en concreto, a que el precio de las acciones de Disney se saltaría la sabiduría convencional y en realidad al final del día cerraría más alto. La mañana del lunes 31 de julio de 1995, Eisner y Murphy anunciaron la adquisición por Disney de Capital Cities/ABC y a la hora en que cerró la bolsa, a las 4 de la tarde, el precio de las acciones de Disney había ganado 1,25 dólares en un día, terminando a 58,62 dólares.

La forma en que se orquestó el acuerdo de fusión: los accionistas de Cap Cities podían o bien optar por más dinero o más acciones, dependiendo de la tesorería. Berkshire, al poseer 20 millones de acciones de Capital Cities/ABC, se convierte ahora por defecto en el segundo mayor accionista, después de la familia Bass, de la mayor empresa del mundo de medios y ocio. No está claro si Buffett se decidirá a aceptar más acciones de Disney y menos dinero o si seguirá comprando acciones de Disney. La fusión Disney-Cap Cities se encuentra aún en una fase embrionaria. Sin embargo, esta nueva empresa parece tener muchos de los mismos dogmas de inversión que se encuentran en otras posesiones de Berkshire. Por lo tanto, «las posibilidades son muy altas», dice Buffett, «de que tengamos una cantidad muy grande de acciones de Disney». <sup>12</sup>

---

12. Jackson, «Disney».

## Un hombre poco razonable

«El hombre razonable se adapta al mundo», escribió George Bernard Shaw. «El poco razonable persiste en intentar adaptar el mundo a sí mismo. Por lo tanto todos los progresos dependen del hombre poco razonable».<sup>1</sup> ¿Hemos de sacar la conclusión de que Warren Buffett es «el hombre poco razonable»? Hacerlo es presumir que su enfoque de inversión representa el progreso en el mundo financiero, una asunción que hacemos libremente. Porque cuando contemplamos los logros recientes de los hombres «razonables», vemos, en el mejor de los casos, desigualdad y en el peor, desastre.

Es probable que se recuerde a los años ochenta como la década explosiva de la gestión financiera. El mercado programado, adquisiciones apalancadas, bonos basura, nuevos instrumentos financieros y futuros sobre índices han asustado, y no debe sorprender, a muchos inversores. La rutina de la investigación fundamental ha sido sustituida por el torbellino de los ordenadores. Las cajas negras o mágicas han sustituido a las entrevistas e investigación empresarial. La automatización ha reemplazado a la intuición. Hoy en día, el inversor medio se siente extraño y desencantado en el mercado financiero. Con la mayoría de gestores de fondos incapaces de añadir valor a las carteras de sus clientes, es fácil comprender la forma en que la inversión de tipo pasivo ha ganado popularidad.

A lo largo de las últimas décadas, los inversores han flirteado con muchos enfoques de inversión diferentes. Periódicamente, la pequeña capitalización, la gran capitalización, el crecimiento, el valor, el impulso y la rotación de sector han demostrado ser financieramente provechosos. En otros momentos, estos enfoques han dejado encallados a sus seguidores en períodos de mediocridad. Buffett, la excepción, no ha sufrido períodos de mediocridad. Su gestión inversora, ampliamente documentada, ha sido continuamente superior. Mientras los inversores como los especuladores han sido distraídos por enfoques esotéricos de cómo invertir, Buffett ha amasado, calladamente, una fortuna de muchos billones de dólares. Du-

1. Esta cita se utilizó para describir a Warren Buffett en el artículo de V. Eugene Shahan, «Are Short-Term Performance and Value Investing Mutually Exclusive?», *Hermes*, primavera de 1986.

rante todo ese tiempo, los negocios han sido sus herramientas, y el sentido común su filosofía.

¿Cómo lo hizo?

Dado el éxito documentado de la actuación de Buffett acompañado de la sencillez de su metodología, la pregunta más adecuada no es cómo lo hizo, sino por qué otros inversores no han aplicado su enfoque. La respuesta puede encontrarse en la forma en que los individuos perciben la inversión.

Cuando Buffett invierte, él ve un negocio. La mayoría de inversores sólo ven el precio de una acción. Dedican demasiado tiempo y esfuerzo a contemplar, predecir y anticipar cambios en los precios y demasiado poco tiempo a entender los negocios que poseen en parte. Por elemental que pueda ser, es la raíz lo que distingue a Buffett. Su experiencia directa y de primera mano en la propiedad y gestión de una amplia variedad de negocios, mientras simultáneamente ha estado invirtiendo en acciones ordinarias, separa a Buffett de todos los demás inversores profesionales.

Poseer y explotar negocios le ha proporcionado a Buffett una ventaja clara. Ha experimentado tanto el éxito como el fracaso en sus aventuras de negocios y ha aplicado las lecciones que ha aprendido en la bolsa. El inversor profesional no ha tenido la misma formación beneficiosa. Mientras que otros inversores profesionales han estado estudiando los modelos de evaluación de activos, la distribución beta y la teoría de la cartera moderna, Buffett estudiaba estados financieros, las exigencias de la reinversión de capital y las capacidades de generar dinero de sus empresas. «¿Realmente, puedes explicarle a un pez lo que es andar por la tierra?, pregunta Buffett. «Un día sobre la tierra vale mil años de hablar sobre ello, y un día de llevar un negocio tiene exactamente la misma clase de valor.»<sup>2</sup>

Según Buffett, el inversor y el hombre o la mujer de negocios deberían contemplar la empresa de la misma forma, porque ambos quieren, esencialmente, lo mismo. La persona de negocios quiere comprar toda la empresa y el inversor quiere comprar partes de ella. Si le preguntas a una persona de negocios qué es lo que piensa respecto a comprar una empresa, la respuesta más frecuente es «¿Cuánto dinero puede crearse en este negocio?». La teoría financiera dice que, con el tiempo, existe una correlación directa entre el valor de una empresa y su capacidad de generar dinero. Teóricamente, el hombre o la mujer de negocios y el inversor, a fin de obtener beneficios, deberían contemplar las mismas variables.

Si la adaptación de la estrategia de inversión de Buffett exigiera únicamente un cambio de perspectiva, es probable que hubiera más inversores que la defendieran. Desgraciadamente, la aplicación del enfoque de Buffett exige cambiar no sólo la perspectiva sino también la forma en que se evalúa y se comunica la actuación. El criterio tradicional para medir la actuación es el cambio en el precio: la diferencia entre el precio de compra de las accio-

2. Carol Loomis, «Inside Story on Warren Buffett», *Fortune*, 11 de abril de 1988, 34.

nes y el precio de mercado de las mismas. A la larga, el precio de las acciones debería ser muy parecido al cambio en el valor del negocio. Sin embargo, a corto plazo, los precios pueden girar ampliamente por encima y por debajo del valor de una empresa, dependiendo de otros factores distintos al progreso del negocio. El problema sigue siendo que la mayoría de inversores utilizan los cambios a corto plazo para medir el éxito o el fracaso de su enfoque de inversión. Sin embargo, estos cambios de precio a corto plazo es frecuente que tengan muy poco que ver con el cambiante valor económico del negocio, y mucho que ver con anticiparse al comportamiento de otros inversores.

Además, a los inversores profesionales, sus clientes les exigen que informen sobre la actuación en períodos trimestrales. Es frecuente que los clientes se impacienten mientras esperan que el precio de su cartera se incremente a una tasa predeterminada. Si sus carteras no muestran ganancias en su actuación a corto plazo, los clientes se sienten insatisfechos y escépticos respecto a la capacidad del profesional de las inversiones. Sabiendo que han de mejorar la actuación a corto plazo o correr el riesgo de perder clientes, los inversores profesionales se obsesionan persiguiendo las cotizaciones.

Buffett opina que es absurdo utilizar los precios a corto plazo para juzgar el éxito de una empresa. Él, en cambio, deja que sus empresas le informen de su valor por medio de los progresos económicos. Una vez al año, comproueba distintas variables:

- El rendimiento sobre el capital inicial del accionista.
- El cambio en los márgenes de explotación, niveles de deuda y necesidades de inversiones.
- La capacidad de generar dinero de la empresa.

Si estos indicadores económicos están mejorando, sabe que el precio de las acciones, a largo plazo, lo reflejarán. Lo que sucede con el precio de las acciones a corto plazo no tiene trascendencia.

La dificultad de utilizar indicadores económicos como medida del éxito radica en que no es habitual comunicar la actuación de esta forma. Tanto los clientes como los inversores profesionales están programados para seguir los precios. La bolsa informa de los cambios de precios diariamente. La declaración de cuenta del cliente refleja los cambios de precios mensualmente, y la inversión profesional, utilizando la evolución de las cotizaciones, se mide trimestralmente. La respuesta a este dilema puede estar en el empleo del concepto de Buffett de los beneficios «transparentes». Si los inversores utilizan los beneficios transparentes para evaluar la actuación de su cartera, puede de que la conducta irracional de perseguir únicamente el precio pueda atemperarse.

Si piensa usted que la probabilidad de emplear variables económicas en

lugar de los cambios de precio a corto plazo es poco probable, considere la creciente aceptación institucional de la «inversión de relación».

## Inversión de relación

A medida que van pasando los años noventa, es evidente que está empezando aemerger una «nueva» estrategia de inversión. Los inversores institucionales, que antes sólo veían las virtudes de las transacciones a corto plazo, han comenzado a actuar como propietarios de las empresas que han adquirido. Esta idea ha pasado a denominarse *inversión de relación*, reflejando la idea de que, entre el inversor y la empresa se forma una relación a largo plazo. A los inversores institucionales, con el apoyo de la Securities and Exchange Commission, se les anima a que adquieran mayores participaciones en empresas a fin de que puedan comportarse más como propietarios a largo plazo.

La lógica de la inversión de relación es directa. Los inversores proporcionan un capital paciente, que a su vez permite que la dirección persiga objetivos a largo plazo. Ni el inversor ni la dirección se preocupan por los cambios de precio a corto plazo. El valor de la inversión de relación atrae a los inversores institucionales a causa de sus recompensas potenciales. Mientras que en los años ochenta la inversión de tipo pasivo proporcionó amplios rendimientos, los noventa pueden resultar ser un entorno más difícil.

Hoy en día, los fondos de pensiones disponen casi del 55 % de todos los valores de EEUU. En el pasado, cuando los inversores se desencantaban de una empresa y su dirección, la respuesta era vender las acciones y buscar otra inversión. Pero cuando un gran fondo de pensiones decide salir de una cierta posición, incluso cuando puede que el fondo sólo esté vendiendo un 1 % de sus activos, ese 1 % puede representar una parte muy grande de las acciones de una empresa. En un solo movimiento se venden millones de dólares de acciones, un movimiento que puede ser no rentable y perjudicial. En lugar de esto, los inversores institucionales están aprendiendo que mantener acciones ordinarias durante un plazo largo y trabajar con la dirección para mejorar la actuación corporativa, puede ser más rentable que, simplemente, vender las acciones.

La inversión de relación todavía está evolucionando. En su forma más radical, incluye la conexión entre la dirección y el inversor. Pero a diferencia de los ochenta, cuando los corsarios corporativos pretendían desbancar a la dirección y deshacer la empresa, los inversores de relación prefieren trabajar junto con la dirección para reforzar el negocio. En los casos menos radicales, la inversión de relación no incluye otra cosa que proporcionar capital paciente y monitorizar la empresa, lo que permite que la dirección continúe con sus políticas corporativas sin tener que preocuparse por absorciones potenciales o inversores disgustados. Este estilo de inversión de relación es el que emplea Buffett.

La intención de Buffett no es primero adquirir una empresa y luego buscar grandes cambios. Por el contrario, él evita las empresas que necesitan grandes transformaciones. Además, como sólo compra empresas que posean directores orientados hacia los accionistas, la idea de enfrentarse a la dirección para mejorar los rendimientos del accionista es algo impensable. En la mayoría de los casos, Buffett delegará los derechos de voto de sus acciones a la dirección. A pesar de que esto, a veces, le proporciona un lugar en el consejo de administración de la empresa, no es algo universal. En el caso tanto de General Dynamics como de Wells Fargo, Buffett delegó los derechos de voto y no aceptó un lugar en el consejo.

Buffett ya apoyaba la idea de la inversión de relación cuando ni siquiera tenía nombre, y mucho antes de que se pusiera de moda. Cuando Berkshire compra un gran bloque de acciones de una empresa, Buffett asegura a la dirección que están en libertad de hacer su trabajo sin tener que preocuparse. «Esa clase de seguridad, combinada con un buen director y un buen negocio», dice, «proporciona un terreno excelente para una cosecha financiera muy rica. Ése es el factor clave de nuestros acuerdos».<sup>3</sup>

Sabemos que el enfoque de inversión de Buffett, probado a lo largo del tiempo, ha tenido éxito. La metodología de Buffett no está más allá de la comprensión y su estilo de inversión de relación, que una vez fue único, está ahora reuniendo defensores. En este momento puede que usted se esté preguntando de qué forma puede adoptar sus estrategias de inversión. La respuesta puede encontrarse en «El sistema de Warren Buffett».

## El sistema de Warren Buffett

El principal objetivo de este libro es ayudar a los inversores a entender y utilizar las estrategias de inversión que han hecho que Buffett tuviera éxito. Confío que, habiendo aprendido de sus experiencias pasadas, sea usted capaz de seguir adelante y aplicar sus métodos. Puede que en el futuro vea ejemplos de compras tipo Buffett y, habiendo comprendido lo que Buffett hizo en casos similares, se beneficie de sus enseñanzas.

Lo ideal sería que el mayor beneficio de este libro lo recibiera el inversor que, al observar una oportunidad futura de inversión, pueda identificar las acciones como una compra del tipo Washington Post, o del tipo de Wells Fargo, o del tipo Coca-Cola, o puede que del tipo de General Dynamics. Cuando la bolsa obliga a bajar el precio de un buen negocio (como hizo con el Washington Post), cuando un riesgo concreto castiga temporalmente a un negocio (como lo hizo con Wells Fargo), o cuando la indiferencia de un inversor permite que un negocio estupendo (como Coca-Cola) tenga un pre-

3. Warren Buffett, «Oil Discovered in Hell», *Investment Decision*, mayo de 1985, 22.

cio que es la mitad de su valor intrínseco, o cuando las acciones de un director pasan por encima del imperativo institucional (como hizo Bill Anders de General Dynamics), los inversores tendrán la recompensa de pensar y comportarse como Buffett lo hubiera hecho.

#### El sistema de Warren Buffett

- Paso 1.** Desconecte de la bolsa.
- Paso 2.** No se preocupe por la economía.
- Paso 3.** Compre un negocio, no unos valores.
- Paso 4.** Gestioné una cartera de negocios.

«El sistema de Warren Buffet» es engañosamente sencillo. No hay programas de ordenador que aprender o gordísimos manuales de inversiones que descifrar. No hay nada de científico en valorar un negocio y luego pagar un precio que está por debajo de su valor. «Lo que nosotros hacemos no está más allá de la competencia de cualquiera», dice Buffett. «Sencillamente, no es necesario hacer cosas extraordinarias para conseguir resultados extraordinarios.»<sup>4</sup>

La ironía es que el éxito de Buffett es tanto el fracaso de otros como cualquier capacidad superior innata que él pueda poseer. «A mí me ha ayudado», explica, «el tener miles (estudiantes) que han salido de las escuelas de negocios donde les han enseñado mucho pero que no han sido nada buenos».<sup>5</sup> No quiero implicar que Buffett está entre la media, lejos de ello. Es incuestionablemente brillante. Pero el vacío entre Buffett y otros inversores profesionales se hace cada vez mayor por culpa de su propio deseo de jugar a un juego de perdedores, un juego que Buffett decidió no jugar. A los lectores de este libro se les ofrece la misma posibilidad de elección.

Tanto si es usted financieramente capaz de adquirir el 10 % de una empresa o sencillamente cien acciones, «Warren Buffet» puede ayudarle a conseguir unas inversiones rentables. Pero «Warren Buffet» sólo ayudará a aquellos inversores que desean ayudarse a sí mismos. Para tener éxito han de estar dispuestos, en cierto modo, a pensar por sí solos. Si necesita usted una afirmación constante, especialmente procedente de la bolsa, de que sus decisiones de inversión son correctas, la probabilidad de beneficiarse de «Warren Buffet» disminuye. Pero si es usted capaz de pensar por sí mismo, aplicar unos métodos relativamente sencillos y tener el valor de sus convicciones, todo ello aumenta la posibilidad de beneficios.

4. Loomis, «Inside Story on Warren Buffet», 28.

5. Linda Grant, «The \$4 Billion Regular Guy», *Los Angeles Times*, 7 de abril de 1991, sección de magazine, 36.

Siempre que la gente prueba algo nuevo existe una aprensión inicial. Adoptar una nueva y diferente estrategia de inversión es natural que proporcione una cierta inquietud y desasosiego. En «Warren Buffett», el primer paso es el más retador. Si puede usted dominar este primer paso, el resto del camino es fácil.

### **Paso 1: Desconecte de la bolsa**

Recuerde que la bolsa es maníaco-depresivo. A veces está salvajemente excitado respecto a perspectivas futuras y en otras ocasiones está irrazonablemente deprimido. Por supuesto, este comportamiento crea oportunidades, especialmente cuando acciones de negocios sobresalientes están disponibles a unos precios irrazonablemente bajos. Pero al igual que usted no seguiría ningún consejo de un asesor que presentara tendencias maníaco-depresivas, tampoco debe permitir que el mercado le dicte sus acciones. La bolsa no es un preceptor; sólo existe para ayudarle a usted en la mecánica de comprar o vender acciones. Si cree que la bolsa es más listo que usted, déle su dinero invirtiendo en fondos de inversión basados en índices. Pero si ha hecho sus deberes, comprende el negocio y tiene confianza en que sabe más sobre su negocio que la bolsa, desconecte del mercado.

Buffett no tiene una máquina de cotización de acciones en su oficina, y parece que le van bien sin ella. Si piensa usted poseer acciones de un negocio sobresaliente durante un cierto número de años, lo que suceda en el mercado día a día no tiene importancia. Quedaría usted sorprendido de ver que su cartera funciona estupendamente sin que tenga usted que estar continuamente observando el mercado. Si no lo cree, hágase una prueba. Intente no mirar el mercado durante cuarenta y ocho horas. No mire una máquina, no lea un periódico bursátil. Si después de dos días sus empresas van bien, intente desconectarse del mercado durante tres días y luego durante toda una semana. Pronto se convencerá de que su salud inversora ha sobrevivido y que sus empresas siguen siendo operativas, a pesar de su desinterés por las cotizaciones de bolsa.

«Después de que compramos unas acciones, no nos preocuparía en absoluto si los mercados cerraran durante un año o dos», dice Buffett. «No necesitamos una cotización diaria sobre nuestra posición del 100 % en See's o H. H. Brown para validar nuestro bienestar. ¿Porqué, pues, necesitaríamos una cotización sobre nuestro interés del 7 % en Coke?»<sup>6</sup> Buffett, muy claramente, nos está diciendo que no necesita los precios del mercado para validar las inversiones de Berkshire en acciones ordinarias. Lo mismo es cierto en el caso de los inversores individuales. Usted sabrá que se ha acercado al nivel de Buffett cuando su atención se vuelva hacia la bolsa y la única pre-

6. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1993, 15.

gunta que haya en su mente sea: «¿Ha hecho alguien, últimamente, alguna tontería que me dé una oportunidad para comprar un buen negocio a un precio estupendo?».

### **Paso 2: No se preocupe por la economía**

Al igual que la gente pasa gran cantidad de horas infructuosas preocupándose por la bolsa, también se preocupa sin necesidad de la economía. Si se descubre a sí mismo discutiendo y debatiendo si la economía está a punto de crecer o inclinándose hacia una recesión, si los tipos de interés van a subir o bajar, o si hay inflación o no, ¡PARE! Dése un respiro. Excepto por sus ideas preconcebidas de que la economía tiene una tendencia inherente a la inflación, Buffett no dedica ni tiempo ni energía al análisis de la economía.

Es frecuente que los inversores empiecen con una asunción económica y luego pasen a seleccionar acciones que encajen netamente con este gran diseño. Buffett considera que esta forma de pensar es estúpida. Primero, no hay nadie que tenga poderes económicos de predicción como tampoco hay nadie que tenga poderes de predicción sobre la bolsa. En segundo lugar, si selecciona usted valores que vayan a beneficiar a un entorno económico en concreto, es inevitable que invite a la especulación y a la rotación. Tanto si predice usted correctamente la economía o no, su cartera está ajustándose continuamente para beneficiarse del siguiente escenario económico. Buffett prefiere adquirir un negocio que tenga la oportunidad de obtener beneficios sin tener en cuenta para nada la economía. Por supuesto, las fuerzas macroeconómicas pueden afectar los rendimientos de forma marginal, pero en general los negocios de Buffett son capaces de sacar un buen provecho a pesar de las extravagancias y caprichos de la economía. Es más juicioso dedicar el tiempo a localizar y poseer un negocio que tenga la capacidad de obtener beneficios en cualquier entorno económico, que tener un grupo de acciones que funcionarán bien sólo si una conjeta hecha sobre la economía resulta ser correcta.

### **Paso 3: Compre un negocio, no unos valores**

Vamos a pretender que tiene usted que tomar una decisión muy importante. Mañana le concederán la oportunidad de elegir un negocio en el que invertir. Para hacerlo interesante, vamos también a pretender que una vez que ha tomado usted la decisión, ya no puede cambiarla y además, tiene que mantener la inversión durante diez años. Al final, la riqueza generada por la participación de este negocio le servirá de apoyo en su jubilación. Ahora, ¿en qué va a pensar? Es probable que muchas preguntas le pasen por la mente, ocasionando, en un principio, mucha confusión. Pero si a Buffett le hicieran la misma prueba, él empezaría metódicamente por:

*Dogma de negocios: El negocio ¿es sencillo y comprensible?*

Usted no puede hacer una conjetura inteligente respecto al futuro de su negocio a menos que comprenda la forma en que hace dinero. Es demasiado frecuente que los individuos inviertan en acciones sin ni una ligera idea de la forma en que la empresa genera ventas, incurre en gastos y produce beneficios. Si puede usted entender este proceso económico, tiene usted la capacidad de seguir adelante, de forma inteligente, en su investigación.

**Los dogmas de Buffett****Dogmas de negocios**

- El negocio ¿es sencillo y comprensible?
- El negocio ¿tiene un historial de funcionamiento consistente?
- El negocio ¿tiene unas perspectivas favorables a largo plazo?

**Los dogmas de gestión**

- ¿Es racional la dirección?
- ¿Es franca con los accionistas?
- ¿Se resiste al imperativo institucional?

**Dogmas financieros**

- Centrarse en el rendimiento del capital, no en los dividendos por acción.
- Calcular los «beneficios del accionista».
- Buscar empresas que tengan grandes márgenes de beneficio.
- Asegurarse de que la empresa ha creado por lo menos un dólar de valor de mercado por cada dólar retenido.

**Dogmas de mercado**

- ¿Cuál es el valor del negocio?
- ¿Puede ser adquirido el negocio con un descuento significativo de su valor?

*Dogma de negocios: ¿Tiene el negocio un historial de funcionamiento consistente?*

Si va usted a invertir el futuro de su familia en una empresa, necesitará saber si la empresa ha pasado la prueba del tiempo. Es poco probable que vaya usted a apostar su futuro en una nueva empresa que no ha experimentado diferentes ciclos económicos y fuerzas competitivas. Debería asegurarse de que su empresa ha estado en los negocios durante el tiempo suficiente para demostrar una capacidad, a lo largo del tiempo, de ganar beneficios significativos. Sin embargo, una empresa puede tener un período interrumpido de rentabilidad, como Wells Fargo y GEICO, y seguir teniendo un historial de funcionamiento consistente. Es frecuente que este período interrumpido le proporcione a usted una única oportunidad para comprar un buen negocio a un precio excepcionalmente bajo.

*Dogma de negocios: ¿Tiene el negocio unas perspectivas favorables a largo plazo?*

El mejor negocio para tener, el que tiene las mejores perspectivas a largo plazo, es una franquicia. Una franquicia es un negocio que vende un producto o servicio que se necesita o se desea, que no tiene un sustituto próximo y cuyos beneficios no están regulados. Una franquicia también posee una gran cantidad de fondo de comercio económico que permite a la empresa soportar mejor los efectos de la inflación. El peor negocio para tener es un negocio de bienes de consumo. Un negocio de bienes de consumo vende productos o servicios que no se distinguen de los de la competencia. Esta clase de negocios tienen poco o ningún fondo de comercio económico. La única diferencia en un negocio de bienes de consumo es el precio. La dificultad de ser propietario de un negocio de bienes de consumo es que, a veces, los competidores utilizan el precio como si fuera un arma y venden sus productos por debajo del coste del negocio para atraer temporalmente a los clientes, con la esperanza de que les sigan siendo leales. Si compite usted contra otros negocios que en ocasiones venden sus productos por debajo del coste, está usted condenado.

Generalmente, la mayoría de negocios se encuentran en alguna parte del medio: o bien son franquicias débiles o fuertes negocios de bienes de consumo. Una franquicia débil tiene unas perspectivas a largo plazo más favorables que un negocio fuerte de bienes de consumo. Incluso una franquicia débil tiene algún poder de fijación de precios que le permite obtener unos rendimientos, por encima de la media, sobre el capital invertido. Coca-Cola podría considerarse una franquicia débil en este país. Pero internacionalmente, especialmente en mercados en los que no hay un sustituto cercano, Coca-Cola es una franquicia fuerte. Gillette posee las mismas cualidades de franquicia que Coca-Cola.

Por el contrario, un negocio fuerte de bienes de consumo obtendrá rendimientos por encima de la media, sólo si es el proveedor de más bajo coste. GEICO, Freddie Mac y Wells Fargo operan en un mercado de bienes de consumo pero generan unos rendimientos por encima de la media porque siguen siendo unos proveedores de bajo coste. Una ventaja que tiene el poseer una franquicia es que ésta puede soportar la incompetencia de la dirección y sobrevivir, mientras que en un negocio de bienes de consumo la incompetencia de la dirección es letal.

*Dogma de gestión: ¿Es racional la dirección?*

Como sea que usted no tiene que vigilar la bolsa o la economía, vigile el dinero de la empresa. La forma en que la dirección vuelva a invertir los beneficios determinará si va usted a conseguir un rendimiento adecuado para su inversión. Si su negocio genera más dinero del que necesita para seguir siendo operativo, que es la clase de negocio que usted quiere, observe estrecha-

mente las acciones de la dirección. Un director racional sólo invertirá el exceso de dinero en proyectos que produzcan ganancias a unas tasas más elevadas que el coste del capital. Si estas tasas no están disponibles, el director racional devolverá el dinero a los accionistas aumentando los dividendos y recomprando acciones. Los directores irracionales buscan continuamente la forma de gastar el exceso de dinero en lugar de devolver el dinero a los accionistas. En última instancia se les descubre cuando invierten por debajo del coste del capital.

*Dogma de gestión: ¿Es franca la dirección con los accionistas?*

A pesar de que puede que no tenga usted nunca la oportunidad de sentarse y charlar con el director general de su empresa, puede averiguar mucho sobre él a través de la forma en que se comunica con sus accionistas. ¿Informa del progreso de su negocio de una forma tal que usted entiende la manera en que cada una de las divisiones operativas se está comportando? ¿Confiesa sus fallos tan abiertamente como proclama sus éxitos? Y lo más importante, la dirección ¿proclama abierta y directamente que el objetivo primordial de la empresa es maximizar el rendimiento total de la inversión de sus accionistas?

*Dogma de gestión: La dirección ¿se resiste al imperativo institucional?*

Existe una poderosa fuerza invisible que permite que los directores actúen de forma irracional y pasen por encima de los intereses de sus propietarios. Esa fuerza es el *imperativo institucional*, una imitación inconsciente de tipo *lemming* de otros directores, por muy irracionales que puedan ser sus acciones. Cuidado con los directores que justifican sus actos basándose en la lógica de que otras empresas lo hacen; deben ser los adecuados. Una medida de la competencia de los directores es lo bien que son capaces de pensar por sí mismos y evitar mentalmente al rebaño.

*Dogma financiero: Centrarse en la rentabilidad del capital, no en los dividendos por acción.*

Muchos inversores juzgan la gestión anual de una empresa por los dividendos por acción, mirando a ver si establecen un récord o han conseguido un gran aumento sobre el año anterior. Pero como sea que las empresas hacen adiciones continuamente a su base de capital reteniendo una parte de los beneficios del año anterior, el crecimiento de los beneficios (lo que automáticamente incrementa los beneficios por acción) en realidad no tiene sentido. Cuando las empresas informan ruidosamente que han conseguido «unos beneficios récord por acción», a los inversores se les hace creer que la dirección ha hecho un trabajo estupendo año tras año. Una medida mucho

más verdadera de la actuación anual, ya que toma en consideración la siempre creciente base de capital de la empresa, es la rentabilidad del capital, la relación entre el beneficio neto y el capital de los accionistas.

*Dogma financiero: Calcule los «beneficios del accionista».*

La capacidad de generar dinero de un negocio determina su valor. Buffett busca empresas que generan más dinero del que necesitan en contraposición a las empresas que consumen dinero. Pero a la hora de determinar el valor de un negocio, es importante entender que no todas los beneficios han sido creadas iguales. Las empresas con unos altos activos fijos exigirán una parte mayor de los beneficios retenidas para seguir siendo viables que no las empresas con unos menores activos fijos, porque algunas de los beneficios han de ser reservadas para mantener y elevar de categoría esos activos. Así pues, los beneficios contables han de ser ajustados para reflejar la capacidad de generar dinero.

Una imagen más fiel la proporciona lo que Buffett denomina «los beneficios del accionista». Para determinar los beneficios del accionista, hay que añadir los cargos por amortización al beneficio neto y luego restar las reinversiones que su empresa necesita para mantener su posición económica y volumen.

*Dogma financiero: Busque empresas con altos márgenes de beneficio.*

Los altos márgenes de beneficio no sólo reflejan la existencia de un fuerte negocio sino el espíritu tenaz de la dirección para controlar los costes. Buffett adora los directores que son conscientes de los costes y aborrece a los directores que permiten que los costes suban, sea de la forma que sea. Indirectamente, los accionistas son poseedores de los beneficios del negocio. Cada dólar que se gasta de una forma poco sabia quita a los propietarios del negocio un dólar de beneficio. A lo largo de los años, Buffett ha observado que las empresas con operaciones de alto coste es típico que encuentren la forma de sostener o añadir a sus costes, mientras que las empresas con costes por debajo de la media se enorgullecen de encontrar formas de recortar los gastos.

*Dogma financiero: Asegurarse de que la empresa ha creado por lo menos un dólar de valor de mercado por cada dólar retenido.*

Esta es una prueba financiera rápida que le dirá no sólo la fuerza del negocio sino lo bien que la dirección ha distribuido razonablemente los recursos de la empresa. Del beneficio neto de una empresa reste todos los dividendos pagados a los accionistas. Lo que queda son los beneficios retenidos de la empresa. Ahora sume los beneficios retenidos de la empresa a lo largo de un

período de diez años. Luego encuentre la diferencia entre el valor de mercado actual de la empresa y su valor de mercado hace diez años. Si su negocio ha utilizado improductivamente los beneficios retenidos durante este período de diez años, el mercado se llegará a dar cuenta y fijará un precio bajo para el negocio. Si el cambio en el valor de mercado es menor que la suma de beneficios retenidos, la empresa está yendo hacia atrás. Pero si su negocio ha sido capaz de obtener unos rendimiento sobre el capital retenido por encima de la media, la ganancia en valor de mercado del negocio debería exceder a la suma de los beneficios retenidos de la empresa, y por lo tanto creando más de un dólar de valor de mercado por cada dólar retenido.

*Dogma de mercado: ¿Cuál es el valor del negocio?*

El valor de un negocio viene determinado por los flujos de caja estimados que se espera que se produzcan durante la vida del negocio, descontados a un tipo de interés apropiado. Los flujos de caja de un negocio son los beneficios del accionista de la empresa. Al medir los beneficios del accionista durante un largo período, usted comprenderá si están creciendo de forma consistente a alguna tasa promedio o simplemente están flotando alrededor de algún valor constante.

Si la empresa tienen ganancias de esas que flotan por ahí, debería descontarlas a un tipo de interés a largo plazo. Si los beneficios del accionista muestran algún patrón predecible de crecimiento, el tipo de descuento puede ser reducido por esta tasa de crecimiento. No sea excesivamente optimistas respecto a la tasa de crecimiento futuro de una empresa. Es mejor utilizar una estimación conservadora para el crecimiento futuro de la empresa que permitir que el entusiasmo inflé el valor del negocio.

Buffett utiliza la tasa de los bonos del Tesoro de EEUU a treinta años para descontar los flujos de caja esperados. No añade ninguna prima de riesgo de capital a esta tasa. Sin embargo, lo que si hace cautamente es ajustar la tasa de actualización hacia arriba cuando los tipos de interés están disminuyendo.

*Dogma de mercado: ¿Puede ser adquirido el negocio con un descuento significativo de su valor?*

Una vez que haya determinado el valor de un negocio, el paso siguiente es mirar el precio. La regla de Buffett es comprar el negocio sólo cuando su precio tiene un descuento significativo sobre su valor. Tome nota: Sólo cuando llega a este paso final Buffett mira el precio de la bolsa.

Calcular el valor de un negocio no es matemáticamente complejo. Sin embargo, los problemas surgen cuando un analista estima erróneamente el flujo de caja futuro de una empresa. Buffett trata este problema de dos maneras. Primero, aumenta sus posibilidades de predecir correctamente el flu-

jo de caja futuro limitándose a negocios que tienen un carácter estable y sencillo. En segundo lugar, insiste en que en cada empresa que adquiere ha de existir un margen de seguridad entre el precio de compra de la empresa y su valor determinado. Este margen de seguridad ayuda a crear una almohada que le protegerá –y a usted– de las empresas cuyos flujos de caja futuros están cambiando.

#### **Paso 4: Gestione una cartera de empresas**

Ahora que ya es usted propietario de una empresa y lo más opuesto posible a un arrendatario de acciones, la composición de su cartera cambiará. Como ya no mide su éxito únicamente por el cambio de precio o comparando el cambio de precio anual con una media de acciones ordinarias, está en libertad de seleccionar el mejor negocio disponible. No hay ninguna ley que diga que ha de incluir a todas las grandes industrias en su cartera, ni tiene que incluir veinte, treinta, cuarenta o cincuenta valores en su cartera para alcanzar una diversificación adecuada. Si el propietario de un negocio se siente cómodo poseyendo diez negocios diferentes, ¿por qué tendría que ser distinto para los propietarios de acciones ordinarias?

Buffett opina que una amplia diversificación sólo es necesaria cuando los inversores no entienden lo que están haciendo. Si estos inversores «que no saben nada» quieren poseer acciones ordinarias, deberían ser poseedores de un gran número de títulos y espaciar sus compras en el tiempo.

En otras palabras, el inversor «que no sabe nada» debería invertir en acciones de algún índice del mercado. No hay nada vergonzoso en convertirse en un «inversor de índice». De hecho, Buffett indica que esta clase de inversor en realidad supera en actuación a la mayoría de los profesionales de la inversión. «Paradójicamente», indica, «cuando el dinero “estúpido” reconoce sus limitaciones, deja de ser estúpido».<sup>7</sup>

«Por otra parte», dice Buffett, «si es un inversor que sabe algo, capaz de entender la economía de los negocios y de encontrar de cinco a diez empresas con unos precios adecuados que posean importantes ventajas competitivas a largo plazo, la diversificación convencional no tiene sentido para usted.»<sup>8</sup> Buffett le pide que piense: si el mejor negocio que posee usted presenta el menor riesgo financiero y tiene las más favorables perspectivas a largo plazo, ¿por qué pondría usted su dinero en su negocio favorito número viente en lugar de añadir dinero a las mejores elecciones?

Los inversores pueden medir los progresos económicos de su cartera de empresas calculando sus beneficios transparentes, tal como hace Buffett. Multiplique los beneficios por acción por el número de acciones que posee, para calcular la rentabilidad total de sus empresas. El objetivo del propietario

---

7. *Ibid.*, 16.

8. *Ibid.*

rio de negocios, explica Buffett, es crear una cartera de empresas que, en diez años, produzca el mayor nivel de beneficios transparentes.

Como sea que el crecimiento de los beneficios transparentes, y no de los cambios de precios, es ahora la mayor prioridad en su cartera, hay muchas cosas que empiezan a cambiar. Primero, es menos probable que venda usted sus mejores negocios sólo porque tiene un beneficio. Irónicamente, los directores generales entienden esto cuando se centran en su propia operación de negocios. «Una empresa madre», explica Buffett, «que posee una filial con una soberbia economía a largo plazo, no es probable que venda esa entidad sea el precio que sea».ºº Un director general que quiera aumentar el valor de su negocio no venderá la «joya de la corona». Sin embargo, este mismo director general puede vender, de forma impulsiva, acciones de su cartera personal con tan poca lógica como «no puedes arruinarte porque recojas un beneficio». «En nuestra opinión», explica Buffett, «lo que tiene sentido en los negocios tiene sentido en las acciones: un inversor debería, normalmente, agarrarse a una pequeña parte de un negocio sobresaliente con la misma tenacidad que tendría un propietario si poseyera todo ese negocio».<sup>10</sup>

Ahora que ya está usted gestionando una cartera de negocios, no sólo evitará vender sus mejores negocios, sino que escogerá los nuevos negocios para ser adquiridos con mucho mayor cuidado. Como gestor de una cartera de negocios, debe resistirse a la tentación de comprar una empresa marginal sólo porque dispone usted de reservas de dinero. Si la empresa no pasa la prueba de sus dogmas, no la compre. Sea paciente y espere a que aparezca el negocio adecuado. Es un error asumir que si no está usted vendiendo y comprando, no está haciendo progresos. En opinión de Buffett, es demasiado difícil tomar cientos de decisiones inteligentes durante toda una vida. Él preferiría posicionar su cartera de forma que sólo tuviera que tomar unas cuantas decisiones inteligentes.

## **La esencia de Warren Buffett**

La fuerza que impulsa la estrategia de inversión de Warren Buffett es la distribución racional de capital. El determinar cómo van a distribuirse los beneficios de una empresa es la decisión más importante que un director tendrá que hacer; determinar cómo se van a distribuir los ahorros de uno mismo es la decisión más importante que tendrá que tomar un inversor. La racionalidad –la demostración de un pensamiento racional cuando se toma esta decisión– es la cualidad que Buffett admira más. A pesar de sus extravagancias subyacentes, existe una línea de razonamiento que impregna a los

9. *Ibid.*, 14.

10. *Ibid.*

mercados financieros. El éxito de Buffett es el resultado de haber localizado esta línea de razonamiento y no haberse desviado nunca de su camino.

Buffett ha tenido su cuota de fracasos y no hay duda que tendrá unos cuantos más en los años venideros. Pero el éxito en las inversiones no es sinónimo de infalibilidad; en realidad, resulta de hacer más cosas bien que mal. La manera de Warren Buffett no es diferente. Su éxito como enfoque de inversión es tanto el resultado de eliminar aquellas cosas que pueden ir mal, que son muchas y complicadas (predecir mercados, economías y precios de los valores), como la exigencia de que se hagan cosas bien, que son pocas y sencillas (valorar un negocio). Cuando Buffett compra acciones, se centra en dos sencillas variables: el precio del negocio y su valor. El precio de un negocio puede encontrarse mirando su cotización. La determinación del valor exige algunos cálculos, pero no está mas allá de la capacidad de aquellos que estén dispuestos a hacer algunos deberes.

Como ahora ya no se preocupa usted por la bolsa, por la economía o de predecir los precios de las acciones, está libre para pasar más tiempo entendiendo sus negocios. Puede pasar más tiempo productivo leyendo informes anuales y artículos sobre empresas lo que mejorará sus conocimientos como propietario. De hecho, el grado en que esté usted dispuesto a investigar su propio negocio disminuye su dependencia de otros que se ganan la vida aconsejando a la gente a realizar actos irracionales.

Por último, las mejores ideas sobre inversiones le vendrán al hacer sus propios deberes. Sin embargo, no debe sentirse intimidado. La manera de Warren Buffett está al alcance de la comprensión de la mayoría de inversores serios. No tiene por qué convertirse en una autoridad en la evaluación de empresas con un MBA para utilizarlos con éxito. Sin embargo, si se siente incómodo aplicando usted mismo estos dogmas, nada le impide que haga esas mismas preguntas a su asesor financiero. De hecho, cuanto más dialogue sobre precio y valor, más empezará a entender y a apreciar la manera de Warren Buffett.

A lo largo de su vida, Buffett ha intentado diferentes estrategias de inversión. Ha estudiado con la mente financiera más brillante del país, Benjamin Graham, y gestionado y poseído toda una serie de negocios con su socio, Charlie Munger. Durante las cuatro últimas décadas, Buffett ha experimentado tipos de interés de dos cifras, alta inflación y debacles de las bolsas. A través de todas las distracciones, encontró su nicho, ese punto en que todas las cosas tienen sentido: el lugar donde la estrategia de inversión cohabita con la personalidad. «Nuestra actitud (de inversión)», dice Buffett, «encaja con nuestras personalidades y la forma en que queremos vivir nuestras vidas».<sup>11</sup>

Esta armonía se encuentra fácilmente en la actitud de Buffett. Siempre está animado y amable; está genuinamente excitado respecto a acudir cada

---

11. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1987, 15.

día al trabajo. «Aquí tengo todo lo que quiero de la vida», dice. «Adoro cada día. Quiero decir, de hecho es como si bailara claqué aquí y sólo trabajo con gente que me gusta.<sup>12</sup> No hay un trabajo en el mundo que sea más divertido que dirigir Berkshire y me considero afortunado por estar donde estoy.»<sup>13</sup>

---

12. Robert Lenzner, «Warren Buffett's Idea of Heaven: I Don't Have to Work with People I Don't Like», *Forbes*, 18 de octubre de 1993, 40.

13. Informe Anual de Berkshire Hathaway, 1992, 6.

# **Apéndices**

N.º de acciones	Empresa	Coste	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
934.300	The Washington Post Company	\$10.628	\$33.401	18,4	Consumo cíclico
1.969.953	GEICO Preferentes	19.417	33.033	18,2	Finanzas Seguros
592.650	Interpublic Group of Companies	4.531	17.187	9,5	Consumo cíclico
220.000	Capital cities Communications, Inc.	10.909	13.228	7,3	Consumo cíclico
1.294.308	GEICO Preferentes	4.116	10.516	5,8	Finanzas
324.580	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	11.218	9.981	5,5	Materiales básicos
226.900	Knight-Rider Newspapers	7.534	8.736	4,8	Consumo cíclico
170.800	Ogilvy & Mather International	2.762	6.960	3,8	Consumo cíclico
1.305.800	Kaiser industries, Inc.	778	6.039	3,3	Materiales básicos
Total		\$71.893	\$139.081	76,8	
Todas las demás acciones		34.996	41.992	23,2	
Total de acciones		\$106.889	\$181.073	100,0	

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1977.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles

Tabla A.1. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1977.

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
934.300	The Washington Post Company	\$10.628	\$43.445	19,7	Consumo cíclico	Editorial
1.986.953	GEICO Preferentes	19.417	28.314	12,8	Finanzas	Seguros
953.750	SAFECO Corporation	23.867	26.467	12,0	Finanzas	Seguros
592.650	Interpublic Group of Companies	4.531	19.039	8,6	Consumo cíclico	Publicidad
1.066.934	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	18.085	18.671	8,5	Materiales básicos	Metales y minería
453.800	Knight-Rider Newspapers	7.534	10.267	4,6	Consumo cíclico	Editorial
1.294.308	GEICO	4.116	9.060	4,1	Finanzas	Seguros
246.450	American Broadcasting Companies	6.082	8.626	3,9	Consumo cíclico	Radio y televisión
Total		\$94.260	\$163.889	74,2		
Todas las demás acciones		39.506	57.040	25,8		
Total de acciones		<u>\$133.766</u>	<u>\$220.929</u>	<u>100,0</u>		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1978.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

**Tabla A.2.** Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1978.

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
5.730.114	GEICO Corporation	\$28.288	\$68.045	20,3	Finanzas	Seguros
1.868.000	The Washington Post Company	10.628	39.241	11,7	Consumo cíclico	Editorial
1.007.500	Handy & Harman	21.825	38.537	11,5	Materiales básicos	Metales y minería
953.750	SAFECO Corporation	23.867	35.527	10,6	Finanzas	Seguros
711.180	Interpublic Group of Companies	4.531	23.736	7,1	Consumo cíclico	Publicidad
1.211.834	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	20.629	23.328	7,0	Materiales básicos	Metales y minería
771.900	F. W. Woolworth Company	15.515	19.394	5,8	Consumo cíclico	Venta al por menor
328.700	General Foods, Inc.	11.437	11.053	3,3	Productos para el consumidor	Alimentación
246.450	American Broadcasting Companies	6.082	9.673	2,9	Consumo cíclico	Radio y televisión
289.700	Affiliated Publications	2.891	8.800	2,6	Consumo cíclico	Editorial
391.400	Ogilvy & Mather International	3.709	7.828	2,3	Consumo cíclico	Publicidad
282.500	Media General, Inc.	4.545	7.345	2,2	Consumo cíclico	Editorial
112.545	Amerada Hess	2.861	5.487	1,6	Energía	Petróleo
Total		\$156.738	\$297.994	89,0		
Todas las demás acciones		28.675	36.636	11,0		
Total de acciones		<u><u>\$185.413</u></u>	<u><u>\$334.680</u></u>	<u><u>100,0</u></u>		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1979.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

**Tabla A.3. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1979.**

Nº de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
7.200.000	GEICO Corporation	\$47.138	\$105.300	29,9	Finanzas	Seguros
1.983.812	General Foods	62.507	59.889	22,3	Productos para el consumidor	Alimentación
2.015.000	Handy & Harman	21.825	58.435	11,0	Materiales básicos	Metales y minería
1.250.525	SAFECO Corporation	32.062	45.177	8,5	Finanzas	Seguros
1.868.600	The Washington Post Company	10.628	42.277	8,0	Consumo cíclico	Editorial
464.317	Aluminum Company of America	25.577	27.685	5,2	Materiales básicos	Metales y minería
1.211.834	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	20.629	27.569	5,2	Materiales básicos	Metales y minería
711.180	Interpublic Group of Companies	4.531	22.135	4,2	Consumo cíclico	Publicidad
667.124	F. W. Woolworth Company	13.583	16.511	3,1	Consumo cíclico	Venta al por menor
370.088	Pinkerton's, Inc.	12.144	16.489	3,1	Trans./Servicios	Servicios profesionales
475.217	Cleveland Cliffs Iron Company	12.942	15.894	3,0	Materiales básicos	Metales y minería
434.550	Affiliated Publications Inc.	2.821	12.292	2,3	Consumo cíclico	Editorial
245.700	R. J. Reynolds Industries	8.702	11.228	2,1	Prod. consumidor	Tabaco
391.400	Ogilvy & Mather International	3.709	9.981	1,9	Consumo cíclico	Publicidad
282.500	Media General	4.545	8.334	1,6	Consumo cíclico	Editorial
247.039	National Detroit Corporation	5.930	6.299	1,2	Finanzas	Banco
151.104	The Times Mirror Company	4.447	6.271	1,2	Consumo cíclico	Editorial
881.500	National Student Marketing	5.128	5.895	1,1	Finanzas	Servicios financieros
Total		\$298.41848	\$497.591	93,9		
Todas las demás acciones		26.313	32.096	6,1		
Total de acciones		<u><u>\$325.161</u></u>	<u><u>\$529.687</u></u>	<u><u>100,0</u></u>		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1980.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

Tabla A.4. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1980.

N.º de acciones	Empresa	Coste	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
7.200.000	GEICO Corporation	\$47.138	\$199.800	31,3	Seguros
1.764.824	R. J. Reynolds Industries	76.668	83.127	13,0	Tabaco
2.101.244	General Foods	66.277	66.714	10,4	Alimentación
1.868.600	The Washington Post Company	10.628	58.160	9,1	Consumo cíclico
2.015.000	Handy & Harman	21.825	36.270	5,7	Materiales básicos
785.225	SAFECO Corporation	21.329	31.016	4,9	Finanzas
711.180	Interpublic Group of Companies	4.531	23.202	3,6	Consumo cíclico
370.088	Pinkerton's, Inc.	12.144	19.675	3,1	Trans./Servicios
703.634	Aluminum Company of America	19.359	18.031	2,8	Materiales básicos
420.441	Arcata Corporation	14.076	15.136	2,4	Materiales básicos
475.217	Cleveland-Cliffs Iron Company	12.942	14.362	2,2	Materiales básicos
451.650	Affiliated Publications Inc.	3.297	14.114	2,2	Consumo cíclico
441.522	GATX Corporation	17.147	13.466	2,1	Bienes de equipo
391.400	Ogilvy & Mather International	3.709	12.329	1,9	Consumo cíclico
282.500	Media General	4.545	11.088	1,7	Consumo cíclico
Total		\$335.615	\$616.490	96,4	
Todas las demás acciones		16.131	<u>22.739</u>	<u>3,6</u>	
Total de acciones		<u>\$351.746</u>	<u>\$639.229</u>	<u>100,0</u>	

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1981.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

Tabla A.5. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1981.

Nº de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
7.200.000	GEICO Corporation	\$47.138	\$309.600	32,7	Finanzas	Seguros
3.107.675	R.J. Reynolds Industries	142.343	158.715	16,8	Prod. consumidor	Tabaco
1.868.600	The Washington Post Company	10.628	103.240	10,9	Consumo cíclico	Editorial
2.101.244	General Foods	66.277	83.680	8,8	Productos para el consumidor	Alimentación
1.531.391	Time, Inc.	45.273	79.824	8,4	Consumo cíclico	Editorial
908.800	Crum & Forster	47.144	48.962	5,2	Finanzas	Seguros
2.379.200	Handy & Harman	27.318	46.692	4,9	Materiales básicos	Metales y minería
711.180	Interpublic Group of Companies	4.531	34.314	3,6	Consumo cíclico	Publicidad
460.650	Affiliated Publications Inc.	3.516	16.929	1,8	Consumo cíclico	Editorial
391.400	Ogilvy & Mather International	3.709	17.319	1,8	Consumo cíclico	Publicidad
282.500	Media General	4.545	12.289	1,3	Consumo cíclico	Editorial
Total		\$402.422	\$911.564	96,4		
Todas las demás acciones		21.611	34.058	3,6		
Total de acciones		\$424.033	\$945.622	100,0		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1982.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

**Tabla A.6. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1982.**

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
6.850.000	GEICO Corporation	\$47.138	\$398.156	31,1	Finanzas	Seguros
5.618.661	R.J. Reynolds Industries	268.918	314.334	24,6	Prod. consumidor	Tobaco
4.451.544	General Foods	163.786	228.698	17,9	Productos para el consumo	Alimentación
1.868.600	The Washington Post Company	10.628	136.875	10,7	Consumo cíclico	Editorial
901.788	Time, Inc.	27.732	56.860	4,4	Consumo cíclico	Editorial
2.379.200	Handy & Harman	27.318	42.231	3,3	Materiales básicos	Metales y minería
636.310	Interpublic Group of Companies	4.056	33.088	2,6	Consumo cíclico	Publicidad
690.975	Affiliated Publications Inc.	3.516	26.603	2,1	Consumo cíclico	Editorial
250.400	Ogilvy & Mather International	2.580	12.833	1,0	Consumo cíclico	Publicidad
197.200	Media General	3.191	11.191	0,9	Consumo cíclico	Editorial
Total		\$558.863	\$1.260.869	98,6		
Todas las demás acciones		7.485	18.044	1,4		
Total de acciones		<u>\$566.348</u>	<u>\$1.278.913</u>	<u>100,0</u>		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1983.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

**Tabla A.7. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1983.**

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
6.850.000	GEICO Corporation	\$45.713	\$397.300	31,3	Finanzas	Seguros
4.047.191	General Foods	149.870	226.137	17,8	Productos para el consumidor	Alimentación
3.895.710	Exxon Corporation	173.401	175.307	13,8	Energía	Petróleo
1.868.600	The Washington Post Company	10.628	149.955	11,8	Consumo cíclico	Editorial
2.553.488	Time, Inc.	89.237	109.162	8,6	Consumo cíclico	Editorial
740.400	American Broadcasting Companies	44.416	46.738	3,7	Consumo cíclico	Radio y televisión
2.379.200	Handy & Harman	27.318	38.662	3,0	Materiales básicos	Metales y minería
690.975	Affiliated Publications Inc.	3.516	32.908	2,6	Consumo cíclico	Editorial
818.872	Interpublic Group of Companies	2.570	28.149	2,2	Consumo cíclico	Publicidad
555.949	Northwest Industries	26.581	27.242	2,1	Consumo cíclico	Editorial
Total		\$573.340	\$1.231.560	97,1		
Todas las demás acciones		11.634	37.326	2,9		
Total de acciones		<u><u>\$584.974</u></u>	<u><u>\$1.268.886</u></u>	<u><u>100,0</u></u>		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1984.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

**Tabla A.8.** Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1984.

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
6.850.000	GEICO Corporation	\$45.713	\$595.950	49,7	Finanzas	Seguros
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	205.172	17,1	Consumo cíclico	Editorial
900.800	American Broadcasting Companies	54.435	108.997	9,1	Consumo cíclico	Radio y televisión
2.350.922	Beatrice Companies, Inc.	106.811	108.142	9,0	Productos para el consumidor	Alimentación
1.036.461	Affiliated Publications Inc.	3.516	55.710	4,6	Consumo cíclico	Editorial
847.788	Time, Inc.	20.385	52.669	4,4	Consumo cíclico	Editorial
2.379.200	Handy & Harman	27.318	43.718	3,6	Materiales básicos	Metales y minería
Total		\$267.909	\$1.170.358	97,7		
Todas las demás acciones		7.201	27.963	2,3		
Total de acciones		\$275.110	\$1.198.321	100,0		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1985.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

Tabla A.9. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1985.

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
2,990,000	Capital Cities / ABC, Inc.	\$515,775	\$801,694	42,8	Consumo cíclico	Radio y teledifusión
6,850,000	GEICO Corporation	45,713	674,725	36,0	Finanzas	Seguros
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	269,531	14,4	Consumo cíclico	Editorial
2,379,200	Handy & Harman	27,318	46,989	2,5	Matériales básicos	Metales y minería
489,300	Lear Siegler, Inc.	44,064	44,587	2,4	Bienes de capital	Aeroespacio
Total		\$642,601	\$1,837,526	98,1		
Todas las demás acciones		12,763	36,507	1,9		
Total de acciones		<u><u>\$655,364</u></u>	<u><u>\$1,874,033</u></u>	<u><u>100,0</u></u>		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1986.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

Tabla A.10. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1986.

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
3,000,000	Capital Cities / ABC, Inc.	\$517,500	\$1,035,000	48,9	Consumo cíclico	Radio y teledifusión
6,850,000	GEICO Corporation	45,713	756,925	35,8	Finanzas	Seguros
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	323,092	15,3	Consumo cíclico	Editorial
Total de acciones		<u><u>\$572,944</u></u>	<u><u>\$2,115,017</u></u>	<u><u>100,0</u></u>		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1987.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

Tabla A.11. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1987.

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
3.000.000	Capital Cities / ABC, Inc.	\$517.500	\$1.086.750	35,6	Consumo cíclico	Radio y teledifusión
6.850.000	GEICO Corporation	45.713	849.400	27,8	Finanzas	Seguros
14.172.500	The Coca-Cola Company	592.540	632.448	20,7	Productos para el consumidor	Bebidas
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	364.126	11,9	Consumo cíclico	Editorial
2.400.000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71.729	121.200	4,0	Finanzas	Servicios financieros
Total de acciones		\$1.165.484	\$3.053.924	100,0		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1988.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

Tabla A.12. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1988.

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
23.350.000	The Coca-Cola Company	\$1.023.920	\$1.803.787	34,8	Productos para el consumidor	Bebidas
3.000.000	Capital Cities / ABC, Inc.	517.500	1.692.375	32,6	Consumo cíclico	Radio y teledifusión
6.850.000	GEICO Corporation	45.713	1.044.625	20,1	Finanzas	Seguros
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	486.366	9,4	Consumo cíclico	Editorial
2.400.000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71.729	161.100	3,1	Finanzas	Servicios financieros
Total de acciones		\$1.668.593	\$5.188.253	100,0		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1989.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

Tabla A.13. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1989.

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
46.700.000	The Coca-Cola Company	\$1.023.920	\$2.171.550	40,2	Productos para el consumidor	Bebidas
3.000.000	Capital Cities / ABC, Inc.	517.500	1.377.375	25,5	Consumo cíclico	Radio y teledifusión
6.850.000	GEICO Corporation	45.713	1.110.556	20,5	Finanzas	Seguros
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	342.097	6,3	Consumo cíclico	Editorial
5.000.000	Wells Fargo & Company	289.431	289.375	5,4	Finanzas	Banco
2.400.000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71.729	117.000	2,2	Finanzas	Servicios financieros
Total de acciones		\$1.958.024	\$5.407.953	100,0		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1990.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

Tabla A.14. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1990.

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
46.700.000	The Coca-Cola Company	\$1.023.920	\$3.747.675	41,5	Productos para el consumidor	Bebidas
6.850.000	GEICO Corporation	45.713	1.363.150	15,1	Finanzas	Seguros
24.000.000	The Gillette Company	600.000	1.347.000	14,9	Productos para el consumidor	Productos de tocador
3.000.000	Capital Cities / ABC, Inc.	517.500	1.300.500	14,4	Consumo cíclico	Radio y televisión
2.495.200	Federal Home Loan Mortgage Corp.	77.245	343.090	3,8	Finanzas	Servicios financieros
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	336.050	3,7	Consumo cíclico	Editorial
31.247.000	Guinness PLC	264.782	296.755	3,3	Productos para el consumidor	Bebidas
5.000.000	Wells Fargo & Company	289.431	290.000	3,2	Finanzas	Banco
Total de acciones		\$2.828.322	\$9.024.220	100,0		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1991.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

Tabla A.15. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1991.

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
93.400.000	The Coca-Cola Company	\$1.023.920	\$3.911.125	34,2	Productos para el consumidor	Bebidas
34.250.000	GEICO Corporation	45.713	2.226.250	19,5	Finanzas	Seguros
3.000.000	Capital Cities/ABC, Inc.	517.500	1.523.500	13,3	Consumo cíclico	Radio y televisión
24.000.000	The Gillette Company	600.000	1.365.000	11,9	Productos para el consumidor	Productos de tocador
16.196.700	Federal Home Loan Mortgage Corp.	414.527	783.515	6,8	Finanzas	Servicios financieros
6.358.418	Wells Fargo & Company	380.983	485.624	4,2	Finanzas	Banco
4.350.000	General Dynamics	312.438	450.769	3,9	Bienes de capital	Aerospacio
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	396.954	3,5	Consumo cíclico	Editorial
38.335.000	Guinness PLC	333.019	299.581	2,6	Productos para el consumidor	Bebidas
Total de acciones			\$3.637.831	\$11.442.318	100,0	

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1992.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

**Tabla A.16.** Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1992.

N.º de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
93.400.000	The Coca-Cola Company	\$1.023.920	\$4.167.975	37,0	Productos para el consumidor	Bebidas
34.250.000	GEICO Corporation	45.713	1.759.594	15,6	Finanzas	Seguros
24.000.000	The Gillette Company	600.000	1.431.000	12,7	Productos para el consumidor	Productos de tocador
2.000.000	Capital Cities / ABC, Inc.	345.000	1.239.000	11,0	Consumo cíclico	Radio y telefonía
6.791.218	Wells Fargo & Company	423.680	878.614	7,8	Finanzas	Banco
13.654.600	Federal Home Loan Mortgage Corp.	307.505	681.023	6,0	Finanzas	Servicios financieros
1.727.765	The Washington Post Company	9.731	440.148	3,9	Consumo cíclico	Editorial
4.350.000	General Dynamics	94.938	401.287	3,6	Bienes de capital	Aerospacio
38.335.000	Guinness PLC	333.019	270.822	2,4	Productos para el consumidor	Bebidas
Total de acciones		\$3.183.506	\$11.269.463	100,0		

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1993.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

**Tabla A.17.** Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1993.

Nº de acciones	Empresa	Coste	Valor de mercado	Porcentaje de cartera	Sector	Negocio
93.400.000	The Coca-Cola Company	\$1.023.920	\$5.150.000	36,9	Productos para el consumidor	Bebidas
24.000.000	The Gillette Company	600.000	1.797.000	12,9	Productos para el consumidor	Productos de tocador
20.000.000	Capital Cities / ABC, Inc.	345.000	1.705.000	12,2	Consumo cíclico	Radio y televisión
34.250.000	GEICO Corporation	45.713	1.678.250	12,0	Finanzas	Seguros
6.791.218	Wells Fargo & Company	423.680	984.272	7,0	Finanzas	Banco
6.759.941	American Express Company	723.919	818.918	5,9	Finanzas	Servicios financieros
1.727.765	Federal Home Loan Mortgage Corp.	270.468	644.441	4,6	Finanzas	Servicios financieros
19.453.300	The Washington Post Company	9.731	418.983	3,0	Consumo cíclico	Editorial
6.854.500	PNC Bank Corporation	503.046	410.951	2,9	Finanzas	Banco
	Gannett Co., Inc.	335.216	365.002	2,6	Consumo cíclico	Editorial
Total de acciones			\$4.280.693	\$13.972.817		<u>100,0</u>

Fuente: Informe Anual de Berkshire Hathaway 1994.

Nota: Las cantidades en dólares están expresadas en miles.

**Tabla A.18. Berkshire Hathaway. Cartera de acciones de 1994.**

	<b>GEICO</b>	<b>Chubb</b>	<b>Continental</b>	<b>General Re</b>	<b>SAFECO</b>	<b>St. Paul</b>	<b>USF&amp;G</b>	<b>Media de los competidores</b>
1983	<b>16,4</b>	35,1	32,6	31,6	33,0	31,8	32,2	32,7
1984	<b>15,6</b>	34,9	32,1	31,2	31,9	30,9	31,4	32,1
1985	<b>15,0</b>	34,5	29,6	26,0	30,6	28,5	30,0	29,9
1986	<b>14,7</b>	28,4	28,6	23,7	30,0	27,9	29,1	27,9
1987	<b>15,5</b>	31,0	29,4	25,5	30,2	28,9	30,1	29,2
1988	<b>18,6</b>	33,7	31,9	29,1	28,8	30,0	31,1	30,8
1989	<b>16,3</b>	34,7	34,1	24,9	13,7	30,5	31,0	28,2
1990	<b>15,2</b>	34,4	33,7	31,2	28,8	30,0	29,9	31,3
1991	<b>16,8</b>	34,1	35,2	29,7	29,5	26,9	33,1	31,4
1992	<b>15,3</b>	<u>34,4</u>	<u>32,7</u>	<u>29,6</u>	<u>28,2</u>	<u>32,2</u>	<u>34,9</u>	<u>32,0</u>
Media	<b>15,9</b>	33,5	32,0	28,2	28,5	29,8	31,3	30,5

Tabla A.19. Ratios de gastos de estructura en porcentaje sobre las primas suscritas

	<b>GEICO</b>	<b>Sector del seguro<sup>a</sup></b>	<b>Ratio combinado de la superioridad de GEICO<sup>b</sup></b>
1977	99,1	92,7	-1,9
1978	95,9	92,5	1,6
1979	96,3	100,6	4,3
1980	96,4	103,1	6,7
1981	96,2	106,0	9,8
1982	95,3	109,6	14,3
1983	95,5	112,0	16,5
1984	95,0	118,0	23,0
1985	102,9	116,0	13,1
1986	96,9	108,0	11,1
1987	96,7	104,6	7,9
1988	97,8	105,4	7,6
1989	97,4	109,2	11,8
1990	96,4	109,6	13,2
1991	96,4	108,8	12,4
1992	<u>100,1</u>	<u>114,8</u>	<u>14,7</u>
Media	97,1	107,5	19,4

<sup>a</sup> Datos procedentes de AM best Co.

<sup>b</sup> Comparado con la media del sector.

**Tabla A.20.** El ratio combinado del sector del seguro: porcentajes de pérdidas de seguros y gastos generales.

	Año									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Beneficios del año anterior	\$828	\$ 952	\$1,095	\$1,259	\$1,448	\$1,665	\$1,915	\$2,202	\$2,532	\$2,912
Tasa de crecimiento (sumar)	<u>15 %</u>									
Beneficios del accionista	\$952	\$1,095	\$1,259	\$1,448	\$1,665	\$1,915	\$2,202	\$2,532	\$2,912	\$3,349
Factor de actualización (multiplicar)	<u>0,9174</u>	<u>0,8417</u>	<u>0,7792</u>	<u>0,7084</u>	<u>0,6499</u>	<u>0,5963</u>	<u>0,5470</u>	<u>0,5019</u>	<u>0,4604</u>	<u>0,4224</u>
Valor actual por año	\$873	\$ 922	\$ 972	\$1,026	\$1,082	\$1,142	\$1,204	\$1,271	\$1,341	\$1,415
Suma del valor actual de los beneficios										\$11,248
Valor residual										
Beneficios en el año 10										\$ 3,349
Tasa de crecimiento ( $g$ ) (sumar)										<u>5 %</u>
Beneficios en el año 11										\$ 3,516
Tasa de capitalización ( $k - g$ )										<u>4 %</u>
Valor al final del año 10										\$87,900
Factor de actualización al final del año 10 (multiplicar)										<u>0,4224</u>
Valor actual del residual										\$37,129
Valor intrínseco de la empresa										\$48,377

Notas: Tasa de crecimiento asumida en la primera fase = 15,0%; tasa de crecimiento asumida para la segunda fase = 5,0%;  $k$  = tipo de actualización = 9,0%.

Las cantidades en dólares son en millones.

**Tabla A.21.** Beneficios para los accionistas de The Coca-Cola Company actualizados utilizando un modelo de descuento de «dividendo» de dos fases (la primera fase es de diez años).

	Ventas anuales	Beneficio anual	Depreciación	Inversiones	Beneficios para los accionistas
1981	\$2.334	\$124,3	\$ 76,7	\$116,1	\$ 84,9
1982	2.239	135,1	77,5	90,5	122,1
1983	2.183	145,9	78,2	90,1	134,0
1984	2.288	159,3	76,0	155,3	80,0
1985	2.400	159,9	77,7	158,1	79,5
1986	2.818	15,8	97,3	229,7	-116,6
1987	3.166	229,9	114,1	168,0	176,0
1988	3.581	268,5	127,4	189,0	206,9
1989	3.818	284,7	134,6	222,6	196,7
1990	4.344	367,9	162,1	255,2	274,8
1991	4.683	424,4	172,4	286,0	313,8
1992	5.162	513,4	188,0	321,4	380,0
<b>Tasas anuales compuestas de crecimiento</b>					
1981-1985	0,6 %	5,2 %	0,3 %	6,4 %	-1,3 %
1987-1990	11,1 %	17,0 %	12,4 %	15,0 %	16,0 %
1987-1992	10,3 %	17,4 %	10,5 %	13,9 %	16,6 %

*Nota:* Las cantidades en dólares son en millones.

**Tabla A.22.** The Gillette Company.

	Año									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Beneficios del año anterior	\$275	\$316	\$363	\$417	\$480	\$552	\$635	\$730	\$840	\$966
Tasa de crecimiento (sumar)	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Beneficios	\$316	\$363	\$417	\$480	\$552	\$635	\$730	\$840	\$966	\$1.111
Factor de actualización (multiplicar)	0,9174	0,8417	0,7722	0,7084	0,6499	0,5963	0,5470	0,5019	0,4604	0,4224
Valor actual por año	\$290	\$306	\$322	\$340	\$359	\$379	\$399	\$422	\$445	\$469
Suma del valor actual de los beneficios										\$3.731
Valor residual										
Beneficios en el año 10										\$1.111
Tasa de crecimiento ( $g$ ) (sumar)										5%
Beneficios en el año 11										\$1.167
Tasa de capitalización ( $k - g$ )										4%
Valor al final del año 10										\$29.175
Factor de actualización al final del año 10 (multiplicar)										0,4224
Valor actual del residual										\$12.324
Valor intrínseco de la empresa										\$16.055

Notas: Tasa de crecimiento asumida en la primera fase = 15,0%; tasa de crecimiento para la segunda fase = 5,0%;  $k$  = tipo de actualización = 9,0%.

Las cantidades en dólares son en millones.

**Tabla A.23.** Beneficios para los accionistas de The Gillette Company actualizadas utilizando un modelo de descuento de «dividendo» de dos fases (la primera fase es de diez años).

	Año									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Beneficios del accionista del año anterior	\$555	\$638	\$734	\$844	\$971	\$1.117	\$1.285	\$1.478	\$1.700	\$1.955
Tasa de crecimiento (sumar)	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
\$638	\$734	\$844	\$971	\$1.117	\$1.285	\$1.478	\$1.700	\$1.955	\$2.248	
Beneficios del accionista										
Beneficios del accionista (multiplicar)	0,9174	0,8417	0,7722	0,7084	0,6499	0,5963	0,5470	0,5019	0,4604	0,4224
Factor de descuento (multiplicar)										
Valor descontado por año	\$585	\$618	\$652	\$688	\$726	\$766	\$808	\$853	\$900	\$950
Suma del valor actual de los beneficios del accionista										
Valor residual										
Beneficios del accionista en el año 10										
Tasa de crecimiento ( $g$ ) (sumar)										
Beneficios del accionista en el año 11										
Tasa de capitalización ( $k - g$ )										
Valor al final del año 10										
Factor de descuento al final del año 10 (multiplicar)										
Valor actual del residual										
Valor intrínseco de la empresa										

Notas: Tasa de crecimiento asumida en la primera fase = 15,0%; tasa de crecimiento asumida para la segunda fase = 5,0%  $k$  = tipo de descuento = 9,0%.

Las cantidades en dólares son en millones.

**Tabla A.24.** Los beneficios del accionista de Federal Home Loan Mortgage Corporation descontadas utilizando un modelo de descuento de «dividendo» de dos fases (la primera fase es de diez años).

	<b>Año</b>									
	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Beneficios del año anterior	\$534	\$587	\$646	\$711	\$782	\$860	\$946	\$1.041	\$1.145	\$1.260
Tasa de crecimiento (sumar)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Beneficios	\$587	\$646	\$711	\$782	\$860	\$946	\$1.041	\$1.145	\$1.260	\$1.386
Factor de actualización (multiplicar)	0,9174	0,8417	0,7722	0,7084	0,6499	0,5963	0,5470	0,5019	0,4604	0,4224
Valor actual por año	\$539	\$544	\$549	\$554	\$559	\$564	\$569	\$575	\$580	\$585
Suma del valor actual de los beneficios										§5.618
Valor residual										
Beneficios en el año 10										§ 1.386
Tasa de crecimiento ( $g$ ) (sumar)										5 %
Beneficios en el año 11										§ 1.455
Tasa de capitalización ( $k - g$ )										4 %
Valor al final del año 10										§36.675
Factor de actualización al final del año 10 (multiplicar)										0,4224
Valor actual del residual										§15.365
Valor intrínseco de la empresa										§20.983

Notas: Tasa de crecimiento asumida en la primera fase = 10,0 %; tasa de crecimiento asumida para la segunda fase = 5,0 %,  $k$  = tipo de actualización = 9,0 %.

Las cantidades en dólares son en millones.

**Tabla A.25.** Beneficios para los accionistas de Guinness PLC actualizadas utilizando un modelo de descuento de «dividendo» de dos fases (la primera fase es de diez años).

	Año																			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10										
Beneficios del año anterior	\$474	\$531	\$595	\$666	\$746	\$836	\$936	\$1,048	\$1,174	\$1,315										
Tasa de crecimiento (sumar)	12 %	12 %	12 %	12 %	12 %	12 %	12 %	12 %	12 %	12 %										
Beneficios	\$531	\$595	\$666	\$746	\$836	\$936	\$1,048	\$1,174	\$1,315	\$1,473										
Factor de actualización (multiplicar)	0,9091	0,8924	0,7513	0,6830	0,6209	0,5645	0,5132	0,4665	0,4241	0,3855										
Valor actual por año	\$483	\$492	\$500	\$510	\$519	\$528	\$538	\$548	\$558	\$568										
Suma del valor actual de los beneficios	\$5,244																			
Valor residual																				
Beneficios en el año 10	\$ 1,473																			
Tasa de crecimiento ( $g$ ) (sumar)	5 %																			
Beneficios en el año 11	\$ 1,547																			
Tasa de capitalización ( $k - g$ )	5 %																			
Valor al final del año 10	\$30,940																			
Factor de actualización al final del año 10 (multiplicar)	0,3855																			
Valor actual del residual	\$11,927																			
Valor intrínseco de la empresa	\$17,171																			
Valor intrínseco por acción (140 millones de acciones en circulación)	\$122,65																			
Notas: Tasa de crecimiento asumida en la primera fase = 12,0%; tasa de crecimiento asumida para la segunda fase = 5,0%; $k$ = tipo de actualización = 10,0%.																				
Las cantidades en dólares son en millones.																				

**Tabla A.26.** Beneficios para los accionistas de The Gannett Company actualizadas utilizando un modelo de descuento de «dividendo» de dos fases (la primera fase es de diez años).

	Año									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Beneficios del año anterior	\$1.400	\$1.540	\$1.694	\$1.863	\$2.049	\$2.254	\$2.479	\$2.727	\$3.000	\$3.300
Tasa de crecimiento (sumar)	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Beneficios	\$1.540	\$1.694	\$1.863	\$2.049	\$2.254	\$2.479	\$2.727	\$3.000	\$3.300	\$3.630
Factor de actualización (multiplicar)	0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	0.5645	0.5132	0.4665	0.4241	0.3855
Valor actual por año	\$1.400	\$1.400	\$1.399	\$1.399	\$1.400	\$1.399	\$1.399	\$1.400	\$1.400	\$1.399
Suma del valor actual de los beneficios										\$13.996
Valor residual										
Beneficios en el año 10										\$ 3.630
Tasa de crecimiento ( $g$ ) (sumar)										5 %
Beneficios en el año 11										\$ 3.812
Tasa de capitalización ( $k - g$ )										5 %
Valor al final del año 10										\$76.240
Factor de actualización al final del año 10 (multiplicar)										0,3855
Valor actual del residual										\$29.391
Valor intrínseco de la empresa										\$43.387
Valor intrínseco por acción										\$ 86,77
(140 millones de acciones en circulación)										
Notas: Tasa de crecimiento asumida en la primera fase = 10,0 %; $k$ = tipo de actualización = 10,0 %.										
Las cantidades en dólares son en millones.										

**Tabla A.27.** Beneficios para los accionistas de The American Express Company actualizadas utilizando un modelo de descuento de «dividendo» de dos fases (la primera fase es de diez años).

	Año									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Beneficios del año anterior	\$1.180	\$1.357	\$1.561	\$1.795	\$2.064	\$2.374	\$2.730	\$3.140	\$3.611	\$4.153
Tasa de crecimiento (sumar)	$\frac{15\%}{15\%}$									
Beneficios	\$1.357	\$1.561	\$1.795	\$2.064	\$2.374	\$2.730	\$3.140	\$3.611	\$4.153	\$4.776
Factor de actualización (multiplicar)	0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	0.5645	0.5132	0.4665	0.4241	0.3855
Valor actual por año	\$1.234	\$1.290	\$1.349	\$1.410	\$1.474	\$1.541	\$1.611	\$1.685	\$1.761	\$1.841
Suma del valor actual de los beneficios										
Valor residual										
Beneficios en el año 10										
Tasa de crecimiento ( $g$ ) (sumar)										
Beneficios en el año 11										
Tasa de capitalización ( $k - g$ )										
Valor al final del año 10										
Factor de actualización al final del año 10 (multiplicar)										
Valor actual del residual										
Valor intrínseco de la empresa										
Valor intrínseco por acción										
(140 millones de acciones en circulación)										

Notas: Tasa de crecimiento asumida en la primera fase = 15,0%; tasa de crecimiento asumida para la segunda fase = 5,0%;  $k$  = tipo de actualización = 10,0%.

Las cantidades en dólares son en millones.

**Tabla A.28.** Beneficios para los accionistas de The Disney / Capital Cities actualizadas utilizando un modelo de descuento de «dividendo» de dos fases (la primera fase es de diez años).

“Sin duda es el mejor libro sobr

“...a escrito hasta hoy.”

KENNETH L. FISHER

*Forbes*

“Describe extraordinariamente las técnicas del inversor más grande del mundo.”

*The Wall Street Journal*

“Este libro es un lujo. Vale la pena seguir las estrategias que se explican en él.”

JOHN ROTHCCHILD

*Time Magazine*

“El hombre más inteligente de Wall Street.”

*Revista Money*

“Es lo más próximo a un genio de la inversión que ha visto el mundo moderno.”

PAUL SAMUELSON

*Premio Nobel*

“El mejor inversor de todos los tiempos.”

PETER LYNCH

ROBERT G. HAGSTROM, JR. es socio de una gestora de fondos que gestiona más de 100 millones de dólares.



## **GESTIÓN 2000**

Comte Borrell, 241

Tel. 93 410 67 67 • Fax 93 410 96 45

08029 Barcelona

e-mail: info@gestion2000.com

www.gestion2000.com

ISBN 84-8088-247-6



9 788480 882477