

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



**Facultad de Ciencias Económicas
Maestría en Administración Financiera**

**“El Análisis Fundamental en la
Constitución de Portafolios”**

Trabajo de graduación presentado Por:

José Israel Ayala Orellana

Para Optar al Grado de:

Master en Administración Financiera

**Diciembre de 2004
San Salvador, El Salvador, Centroamérica**

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



Autoridades Universitarias

- María Isabel Rodríguez, Rectora
- Lic. Margarita Muñoz Vela, Secretaria General
- Lic. Emilio Recinos Fuentes, Decano
- Lic. Vilma Yolanda Vásquez de Del Cid, Secretaria Facultad de Ciencias Económicas
- MSC Guillermo Villacorta Marengo, Director Maestría en Administración

Tribunal Evaluador

- MAE/INCAE Oscar René Rivas Yanes
- MAF Carlos Eduardo Alvarado

Contenido

El Análisis Fundamental en la Constitución de Portafolios

Warren Buffett, modelo fundamentalista (según Robert G. Hagstrom, Jr.)

Introducción.....	2
1. Breve reseña personal y sus inicios como inversor.....	7
2. Sus primeras inversiones.....	8
Berkshire	
Operaciones de Seguros	
3. Otros negocios.....	9
Blue Chips Stamps	
See's Candy Shops	
Buffalo News	
4. Búsqueda de nuevas empresas.....	10
Nebraska Furniture Mart	
Borsheim's	
The Fechheimer Brothers Company	
The Scott & Fetzer Company	
H. H. Brown	
Dexter Shoe	
Charlie	
Wesco Financial Corporation	
5. Cual es la filosofía de Buffett.....	11
Warren Buffett y su empresa	
El Programa de Compensaciones y un Programa de Obras de Beneficencia	
Su estrategia influenciada en doctrinas y enseñanzas de dos hombres sabios	
El mercado y su similitud con los lemmings	
6. Consideraciones en la compra de una empresa.....	16
Dogmas del negocio: tres características básicas del negocio en sí mismo.	
Dogmas de gestión: tres características que los directores deben presentar	
Dogmas financieros: cuatro decisiones financieras críticas que la empresa debe mantener	
Dogmas de mercado: dos directrices de coste interrelacionadas	
7. Cuáles empresas y por qué razones han pertenecido a su portafolio.....	19
Inversiones consideradas como Permanentes	
The Coca Cola Company	
8. Opciones de inversión.....	23
Renta Fija	
Arbitraje	
Acciones preferentes convertibles	
9. Renta Variable no Permanente.....	24
10. Un Inversionista poco razonable.....	24
11. Una inversión de relación.....	25
12. El sistema de inversión	25
Desconéctese de la Bolsa	
No se preocupe por la economía	
13. Consideraciones Finales.....	26
14. Bibliografía, Artículos, Sitios Web y Notas.....	28
15. Anexos.....	29

Introducción

En el ámbito Corporativo y en el personal, se busca la optimización patrimonial a través de diferentes opciones de inversión ya sea directamente en proyectos empresariales, activos físicos o en la estructuración de portafolios; según la personalidad del inversionista, que en función de un perfil de riesgo, duración, flujo de efectivo y un nivel de rentabilidad, que sea desde su perspectiva aceptable; se crea un esquema dinámico que incorpore activos de renta variable y/o fija, que permitan diferentes opciones de ingreso; tales como: dividendos, ingreso de cupones por bonos o acciones convertibles, ganancias de capital en la compra-venta de activos, ingresos por arbitraje con o sin riesgo, entre otros.

Este trabajo, enfatiza la conducta y accionar de un inversionista fundamentalista, considerado emblemático y muy respetado por su filosofía de inversión; su constancia en el manejo y aplicación de una técnica propia, al margen las tendencias; comprobando su efectividad en la administración de portafolios por más de 40 años. Considerado en la comunidad bursátil e inversora, como parte de los agentes económicos conocidos como inversionistas sofisticados, y a los que Bennet Stewart denomina "Jefes de la Manada".

Nos referimos a Warrent Buffett, un inversionista exitoso, ubicado durante los años más recientes entre los primeros lugares de la lista anual de los hombres más ricos del mundo publicados por la Revista Forbes, junto al fundador de Microsoft, Bill Gates. Analizaremos entonces, su estrategia de inversión basada en el análisis de los aspectos fundamentales de las empresas representadas en los instrumentos de inversión; pensando que cuando adquiere uno de ellos, no está comprando papeles o valores, sino una parte del negocio. Su filosofía, que considera que la expresión de los mercados representados en el precio de los valores de los negocios, no es lo más importante para la toma de decisiones de inversión o desinversión, ya que según él, ocurre un fenómeno que denomina "Contagio Institucional", que priva el análisis propio de los inversionistas, basándose en que el precio de mercado resume las consideraciones de los diferentes actores y por lo tanto, los aspectos fundamentales, reconociendo que el precio reflejado en las cotizaciones de mercado y el valor de un negocio, son por lo tanto equivalentes.

Para Buffett, la bolsa es solo el reflejo del comportamiento y ánimo de sus participantes, en ocasiones salvajemente excitados o irrazonablemente deprimidos; considera que a pesar de la tecnología y su alto contenido de automatización, sigue siendo la gente quien hace los mercados y debido a que, las emociones son más fuertes que la razón, el miedo y la codicia mueven los precios por encima o por debajo del valor intrínseco de una empresa.

Su estrategia, se centra en la adquisición y retención de valores de aquellos negocios en los cuales él tiene comprensión de sus aspectos fundamentales y muestran capacidades que los diferencian de su competencia, bajo un esquema de franquicia. Al realizar su análisis considera: aspectos cuantitativos centrados en: la rentabilidad del capital (sin uso indebido del apalancamiento), no en dividendos por acción; en la capacidad de generar flujos; enfoque de bajos costos y gastos; una trayectoria de altos márgenes de beneficios, por mencionar algunos de los aspectos importantes.

Se enfoca y no con menor importancia en aspectos cualitativos del negocio, que consideran: la racionalidad de la dirección; transparencia con los accionistas y resistencia al imperativo institucional. Luego basado en el esquema de valoración de un Bono, determina el valor del negocio proyectando los flujos de caja descontados a un tipo de interés apropiado, para lo cual utiliza como referencia para su análisis la tasa de los bonos del tesoro de EE UU a 30 años, sin añadir ninguna prima, salvo casos en que la tasa de interés esta disminuyendo, considera un ajuste de la misma. A pesar de lo complicado que resulta entender la simplicidad de este criterio, pues el costo de capital y el cálculo de una tasa apropiada para la evaluación de proyectos o inversiones, es determinante para que, a partir de otros factores, descontar los flujos futuros y determinar un valor; sin embargo, aún para la valoración de negocios como The Coca Cola Company, se aplicó este criterio y desde 1987, en que se realizó el análisis; éste negocio permanece en su cartera, indicador de que la estrategia funciona. Este criterio, supone la aplicación de una tasa de referencia lo más cercana al concepto libre de riesgo; considerando que, la creación de valor no lo define la tasa por sí sola, sino combinada con la capacidad de otros factores propios del negocio.

Basado en la determinación del valor a partir de su propia estrategia y solo en este caso, considera la percepción del precio de mercado; si en su análisis la valoración está por encima del reconocimiento de mercado, dejando un descuento significativo que él define como margen de seguridad, se realiza la inversión, ya que bajo este esquema se obtiene protección contra caídas en el precio o incluso una mala valoración; la oportunidad de rendimientos extraordinarios en acciones y cuando el mercado corrija el precio del negocio constituirá una prima adicional.

En el estudio de la filosofía de inversión y la conducta propia de Warren Buffett, encontramos que, contradictoriamente a los esquemas sofisticados y calificativos de emblemático en la administración de portafolios, a una persona sencilla y conservadora; que sigue residiendo en Omaha, en donde nació; sigue manteniendo los principios de su filosofía de inversión desde hace más de cuatro décadas, que combinó con las enseñanzas de dos maestros de las finanzas: *Benjamín Graham*, considerado el padre del análisis financiero, que aportó en la estrategia los aspectos cuantitativos y el concepto de margen de seguridad a partir de la compra de un negocio por debajo de su valor y *Philip Fisher*, quien complementó los aspectos cualitativos del análisis, la importancia de la capacidad del negocio para incrementar valor en el largo plazo y la capacidad de la dirección.

Actualmente, Warren Buffett mantiene como Holding la empresa Berkshire Hathaway, que es realmente una sociedad de cartera y en la cual invirtió por primera vez en 1956. En su portafolio posee acciones de empresas exitosas, que no cotizan en bolsa y están lejos de ser glamorosas, entre las cuales se encuentra una mueblería, una dulcería, una zapatería, una empresa de confección de uniformes; sin embargo, combina en su esquema de propiedad, con la participación de otros negocios más sofisticados que cotizan en la bolsa, tales como: The Washington Post, GEICO Corporation, CAPITAL Cities/ABC y The Coca Cola Company.

En su estrategia, considera de suma importancia una relación de inversión a largo plazo y un compromiso con los negocios en los cuales invierte, ya que considera que en el corto plazo los negocios no potencian toda su capacidad para generar valor, al menos no el que

vale la pena en término de rentabilidad sostenible, aún cuando no sean empresas en la línea de pago de dividendos; sin embargo, en el largo plazo, estas condiciones pueden ser medidas con mayor razonabilidad, evaluando la capacidad de los fundamentales; mismos que el mercado deberá reconocer en el tiempo reflejándolo en el precio de sus cotizaciones.

Algunos de los aspectos que llaman la atención de la estrategia de inversión de Warren Buffett, son el extraordinario desempeño de su portafolio, que supera aún las expectativas de los índices bursátiles comparables, para el caso durante el período 1965 al 2002 reportó una rentabilidad promedio de 22.2% respecto al 10.0% del índice S&P, lo cual le deja una ventaja de 12.2% (ver Cuadro No.1); su capacidad para identificar oportunidades que incluye negocios que el mercado ha castigado, llevándolos a condiciones potenciales de quiebra y que cualquier inversionista simplemente mantendría fuera de sus opciones de inversión; la aparente simplicidad de su análisis, basado en la comprensión de los negocios y por lo tanto, en sus aspectos fundamentales, complementado con aspectos cualitativos que son básicos para garantizar que el negocio marche bien.

Warren Buffett considera que los mercados se ven muy afectados por la exigencia de resultados a corto plazo, como consecuencia de la actuación de inversores profesionales, influenciados por la exigencia de sus clientes que desean ver resultados inmediatos.

Entre los aspectos que destacan en su estrategia; que son objeto de estudio en Finanzas, al hacer análisis y valoración de inversiones, encontramos algunos que contrastan con principios fundamentales, tales como: el concepto de mercado perfecto, que asume que los participantes cuentan con la misma información y por lo tanto, el precio de las cotizaciones resume todas las consideraciones que involucran la determinación del valor; diferenciando el valor partir de su propio análisis y experiencia; la estimación de una tasa de costo de capital, simplificado al uso de la tasa de bonos del tesoro de EEUU a 30 años; el concepto de administración de riesgo, sobre la base de concentración, enfatizando el conocimiento de los negocios y no sobre la base de la diversificación; el uso de apalancamiento como una herramienta de uso limitado, potenciando los aspectos fundamentales y el concepto de valor a partir de un esquema de relación a largo plazo y no el dinamismo de compra y venta de valores para tomar ganancias efectivas. A continuación detallamos algunos aspectos relevantes de la filosofía, que vale la pena considerar al momento de invertir:

Trabajar en el círculo de competencia

Para tener mayor probabilidad de éxito es importante trabajar en aquellos sectores o negocios en los cuales se tenga conocimiento, sin importar que sea una industria de moda; que cotice o no en bolsa; que sea la más representativa o participe de un índice, o que en el presente ejercicio sea aparentemente rentable. Según Buffett, el éxito de las inversiones no es cuestión de cuanto sabe uno, sino de lo realista que se es al definir aquello que no sabe; como un ejemplo de su actuación y respeto por este principio, él no invierte en negocios tecnológicos, pues considera que están fuera de su competencia. En ese sentido, cuando se trabaja en la estructuración de un portafolio hay que ser cuidadosos en incorporar aquellos valores en los cuales tengamos información, podamos dar un seguimiento adecuado para evaluar su desempeño y sobre todo, hay que tener disposición a hacer nuestros propios análisis; resistirse a seguir la actuación de los mercados y estar atentos a las oportunidades que permiten la combinación de éstos factores.

Importancia de una inversión de relación, ser paciente y tener una visión del negocio a largo plazo

A menos que trabajemos bajo un esquema de arbitraje o simplemente en trading de valores, no debemos esperar que nuestras inversiones reporten resultados inmediatos; éstas deben medirse en el largo plazo, permitiendo evaluar adecuadamente su desempeño. Este es uno de los factores de éxito en la administración de inversiones de Buffett, quien se asegura de una trayectoria comprobada de los negocios en la que, a pesar de diferentes ciclos, se visualice su sostenibilidad y a menos que el mercado no los sobre valore, se compromete con aquellos en los cuales participa, acompañándolos aún en situaciones de crisis; siempre que, considere no se vean afectados sus aspectos fundamentales. Para el caso de las inversiones consideradas como centrales en el portafolio: The Washington Post en su esquema de inversión desde 1973; GEICO Corporation desde 1975; CAPITAL Cities/ABC desde 1977 y The Coca Cola desde 1987.

Este es un aspecto diferencial en la conducta de Buffett, quien es paciente después de invertir en un negocio, independientemente que su cotización o apreciación del mercado muestre una posición de ganancia que le permita agregar rentabilidad efectiva a su portafolio o por el contrario, sea castigado y represente una condición de pérdida al vender su posición. Esto solo se justifica bajo su propio análisis del valor, que deberá ser reconocido y ajustado en el tiempo por el mercado.

Bajo este esquema de compromiso y el conocimiento del negocio, Buffett está consciente que los cambios de propiedad afectan el valor del negocio, según los volúmenes que se transen y la proporcionalidad respecto al patrimonio de un negocio representando en sus valores, sobrevalorándolo o castigándolo según el ánimo de los participantes que representan la oferta y demanda.

La ética del negocio y la responsabilidad social corporativa

Aunque no es un principio explícitamente mencionado en la estrategia, se aprecia que hay elementos alineados con este concepto, que a nuestro juicio y en función de la apreciación del mercado, es cada vez más determinante para la creación de valor. En este sentido, cabe mencionar entre los aspectos de la dirección de un negocio, el aprecio de personas capaces y honestas; éste segundo atributo como parte de un perfil integral de dirección que, igualmente tiene un componente eminentemente económico, ya que una persona que no posea esta cualidad, probablemente buscará sus propios intereses a los del accionista.

Otro atributo que se aprecia en la dirección, es la transparencia, que tiene que ver con la manera en que se informa a los accionistas; en este caso, los aspectos positivos o de éxito en el negocio; al igual que, aquellos que representen fracasos o desaciertos.

Se considera y aprecia la medición de resultados sin trucos contables. Por lo tanto, en este esquema de inversión, el maquillaje contable no es una opción para mostrar mejores condiciones de rentabilidad; es por ello, que los negocios en que se invierte deben pasar el análisis del tiempo, garantizando que sus resultados son reales y sostenibles.

El aporte social, es otro componente que forma parte de la filosofía, a través del Programa de obras de beneficencia de Berkshire, contribuyendo en obras de caridad, que solo en 1981 aportó 1.7 millones de dólares en 675 obras de beneficencia, y en los siguientes 12 años este programa ha aportado 60 millones de dólares.

En ese sentido, se reconoce que la rentabilidad y el valor de las empresas se vincula con otros factores, diferentes a los financieros, que no deben pasarse por alto al momento de decidir sobre una inversión; sobretodo, bajo el enfoque de relación a largo plazo.

Sin uso inadecuado de apalancamiento

El apalancamiento es un factor generalmente utilizado y aceptado para maximizar la rentabilidad patrimonial; sin embargo, cuando un negocio es bueno, los fundamentales por sí solos deben tener la capacidad de crear rentabilidad y valor, y no debería ser necesario su utilización para obtener un rendimiento que sea satisfactorio. En todo caso, éste incluso podría considerarse como un factor que desestimula la capacidad creativa y empresarial de la dirección, condición que debería mantenerse vigente permanentemente.

Otro de los aspectos por los que el apalancamiento debe evaluarse, es para evitar su abuso; considerando para ello, su proporcionalidad respecto al patrimonio, según la industria o sector en el que se desempeñe; un uso inadecuado y sus costos pueden incluso, en condiciones de crisis acabar con la rentabilidad. Con esto no debe entenderse que el apalancamiento es inadecuado, pero no debe ser una herramienta necesaria para impulsar el valor de un negocio.

La diversificación, según Buffett

El riesgo es un factor inherente de las inversiones; sin embargo, aunque todos los inversionistas lo advierten, buscan minimizarlo; sin que ello afecte significativamente su rentabilidad. En ese sentido, en finanzas hemos aprendido que una de las maneras de minimizar riesgo, es diversificar a partir de la inversión en instrumentos de diferentes industrias; de tal forma, que los comportamientos de unos sean diferentes de los otros y por lo tanto, los buenos resultados de unos puedan neutralizar o minimizar pérdidas en otros.

Según Warren Buffett, el concepto tradicional de diversificación es aplicable para aquellos inversionistas que no están conscientes o desconocen el negocio en el que se desempeñan. En este caso, si el inversionista se siente cómodo con los indicadores de mercado, él recomienda invertir en índices, sin que tengan que preocuparse por escoger aquellos instrumentos más representativos y por lo tanto, obteniendo igual o mejor resultado de la estructuración de una cartera propia. Otra herramienta para administrar riesgo son las coberturas, mismas que ofrecen atenuantes o condiciones de protección o salida ante eventos futuros que amenazan un determinado valor, en término de moneda, tasa de interés, plazo, entre otros; que ofrecen tranquilidad para aquellos que no tienen confianza en los fundamentales del negocio. Según ésta metodología es mejor tener 10 acciones de empresas comprensibles que 20,30,40 o 50 de las más representativas, que también pueden ser las más volátiles. Según esta propuesta, el solo hecho de tener una diversidad de instrumentos, no es sinónimo de menor riesgo y en ese mismo orden de ideas, concentrarse no es necesariamente asumir más riesgo. Esto solo se fundamenta en un esquema que considere la comprensión de los negocios y la capacidad de sus fundamentales, para responder y ajustarse a las condiciones cambiantes de la economía.

Consideraciones personales

Este trabajo se desarrolló como un esfuerzo por estudiar sobre la administración de portafolios, encontrando diversidad de enfoques, que van desde los más conservadores

hasta los más arriesgados; todos sin embargo, buscando como objetivo la optimización del valor a partir de una combinación de instrumentos, que desde la perspectiva del inversor sean los adecuados para obtener una rentabilidad razonable.

Es importante destacar, que aún inversionistas de éxito como Warren Buffett, no son infalibles en todas sus decisiones; sin embargo, ha capitalizado y fortalecido sus estrategias a partir de sus errores, evitándolos en el futuro.

En este mundo globalizado y competitivo no hay fórmulas absolutas y todo inversionista debe estar atento al comportamiento del mercado; estudiar las condiciones generales de ese comportamiento y su afectación en los instrumentos ya invertidos o potenciales; analizar por cuenta propia o apoyándose en especialistas, los aspectos fundamentales de los negocios representados en los valores; evitar el contagio de mercado, que obliga a actuar de manera impulsiva según las tendencias, que muchas veces reflejan un comportamiento poco racional al comprar a precios altos y muchas veces vender a precios bajos; aprendiendo a ser pacientes y estar atentos a las oportunidades.

Finalmente, este trabajo no pretende desestimar el aporte de los mercados en el reconocimiento del precio de los instrumentos; que en el tiempo deberán coincidir con el valor del negocio representado; sin embargo, tal como lo manifiesta Buffett, a partir del comportamiento del mercado, y el seguimiento y análisis propio de los aspectos fundamentales, pueden identificarse oportunidades para la obtención de precios bajos y por lo tanto, inversiones con un margen de seguridad y mayor potencial de rentabilidad.

1. Breve reseña personal y sus inicios como inversor

Para entender la filosofía de inversión de Warren Buffett, es necesario conocer un poco de su historia personal e influencias que le motivaron a desarrollar su estrategia, ya que ésta no solo constituye un estilo de inversión, sino es parte de un estilo de vida. A continuación, se presentan algunas fechas y eventos importantes:

1930: 30 de agosto nació en Omaha (Nebraska).

1941: A los 11 años tiene intereses empresariales, compra sus primeras acciones.

1943: Desde muy pequeño fue una persona emprendedora, mientras su padre es congresista en Washington, trabaja repartiendo el Washington post y el Washington Times Herald; compra unas máquinas restauradas por \$25.00, de las cuales adquirió 7 y las colocó en barberías locales, permitiéndole un ingreso semanal de \$50.00; más tarde con un amigo adquirió un Rolls Royce año 1934 por \$350.00, mismo que alquiló por \$35.00 diarios.

1946: A los 16 años cuando se graduó del Instituto ya había ahorrado \$6,000.00.

1951: Luego de graduarse en la Universidad de Nebraska, ingresa a la Columbia Graduate Business School, en donde Ben Graham, su maestro predicaba la importancia de conocer el valor intrínseco de una empresa y opinaba que los inversionistas que calculaban adecuadamente este valor y compraban acciones por debajo del mismo estaban en una mejor posición.

1954: Por invitación de Graham, se trasladó a New York para incorporarse a la Graham-Newman Corporation.

1956: Graham decide retirarse y disuelve su empresa. Ante esta situación Buffet regresa a Omaha y gracias al conocimiento que había adquirido de Graham y el respaldo de su

familia y amigos, funda Bullet Associates Ltd. una sociedad en comandita que inició con 7 socios que aportaron \$105,000.00. Buffett, como socio colectivo, inició con \$100.00.

El incentivo para los socios comanditarios consistía en un rendimiento del 6.0% anual sobre sus inversiones, más el 75.0% de los beneficios por encima del objetivo, Buffett ganaba el otro 25.0%. Durante 13 años se liquidó dinero a una tasa de 29.5%, a pesar de que el promedio Dow Jones de valores industriales bajó en cinco años de ese período de 13 años.

Prometió a sus socios "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 del valor (no las pérdidas de cotizaciones a corto plazo) a un mínimo".

En su esquema de inversión Buffett no adquiere solo participaciones minoritarias, sino participaciones de control en varias empresas públicas y privadas.

1962: Comienza a adquirir acciones de Berkshire Hathaway una empresa textil deficitaria, en ese mismo año decide reorganizar todo en una sola sociedad Buffett Partnerships Ltd. Traslada su oficina de la sociedad de su casa a Kiewit Plaza, en Omaha, donde sigue estando todavía.

1969: Decide liquidar la sociedad Buffett Partnerships Ltd, ya que encuentra que los mercados son altamente especulativos y que los valores que valían la pena eran cada vez más escasos; que la promesa realizada a sus socios de minimizar las pérdidas de valor, se ve amenazada y por lo tanto, debido a que él no está dispuesto a abandonar su estrategia, a pesar de encontrarla difícil de aplicar, no desea exponer a sus socios en este nuevo esquema.

2. Sus primeras inversiones:

Berkshire Hathaway

La empresa Berkshire Cotton Manufacturing fue fundada en 1889, una empresa manufacturera de Nueva Inglaterra, que 40 años más tarde y producto de combinar sus operaciones con las de varias fábricas textiles, llegó a producir el 25% de las necesidades de algodón del país y absorber el 1% de la capacidad de energía eléctrica. En 1955 este negocio se fusionó con Hathaway Manufacturing cambiando a Berkshire Hathaway. Buffett invirtió en este negocio en 1956, desafortunadamente los años que siguieron a la fusión fueron malos, deteriorando el negocio de manufactura, debido a que la competencia tenía acceso a mano de obra más barata y adicionalmente, no se contaba con un producto diferenciado, que finalmente, terminó en 1985 con el cierre del mismo.

Producto de la liquidez del negocio en los primeros diez años Buffett incursionó en el negocio de seguros, lo cual representa una experiencia más satisfactoria.

Operaciones de Seguros

Buffett adquirió dos compañías de seguro radicadas en Omaha: National Indemnity Company y National Fire & Marine Insurance Company.

Como producto de sus obligaciones contingenciales por reclamos, éstas empresas tenían un esquema de inversión en instrumentos líquidos, ofreciendo unas empresas relativamente sanas, y un vehículo de gestión para la inversión en acciones y bonos. Desde 1967 y hasta finales de los setenta, éstos negocios eran muy rentables.

A finales de los setenta y debido a factores externos que amenazaban con el aumento de los costos, influenciados principalmente por incremento en los costos de salud; reparación de vehículos; pago de indemnizaciones, que impactaban en los compromisos potenciales por reclamos, en deterioro de la rentabilidad; ante ello, Buffett comenzó a preocuparse. A pesar de que había emprendido una estrategia de expansión con la adquisición de tres compañías más y la creación de otras cinco, decidió frenar el crecimiento en el otorgamiento de pólizas, a menos que fuesen rentables; decidió no competir por precio, considerando que al final se expondría a una contingencia por reclamos que estaba fuera de su enfoque de negocio, afectando los márgenes de contribución. Ante esto, se creó un esquema de diferenciación soportado por el respaldo y solidez, basados en el poder financiero de Berkshire, que permitía razonablemente seguridad al momento de honrar los reclamos y adicionalmente, trabajó en un esquema de crecimiento masivo, siempre que los precios de las primas tuvieran sentido; si éstos eran bajos prefería no crecer.

3. Otros negocios

Berkshire Hathaway es realmente una sociedad de cartera, que cuenta no sólo con empresas de seguro, posee además: un periódico, una dulcería, una de muebles, una joyería, un editor de enciclopedias, un negocio de aspiradoras y una empresa que produce uniformes. La manera de cómo Buffett adquirió estos negocios está basada en su filosofía, que le proporcionó la experiencia y la creencia en la valoración a partir de los aspectos fundamentales de las empresas; mismos que, aplica invariablemente desde 1956. A continuación se presenta parte de sus adquisiciones:

Blue Chips Stamps

Como parte del proceso de gestión de inversiones, después de comprar Berkshire, Buffett comenzó a adquirir otras empresas, entre las cuales una Holding denominada Diversified Retailing, propietaria de grandes almacenes y una cadena de 75 tiendas de ropa de mujer, mismos que fueron vendidos posteriormente por malos resultados; sin embargo, como parte de éstos negocios tenía la propiedad de una empresa denominada Blue Chips Stamps, la cual proporcionaba a los supermercados y gasolineras sellos de canje para sus clientes, los cuales se coleccionaban en libretas que luego se canjeaban por mercadería. Para tal fin, los establecimientos crearon un fondo que gestionaba Blue Chips Stamps, el cual a finales de los sesenta llegó a ser de \$60 millones en sellos no redimidos, lo cual permitió la adquisición de: una empresa de dulces, un periódico y una entidad de crédito. Berkshire comenzó a invertir en Blue Chips Stamps, hasta que en 1983 la adquirió en su totalidad.

See's Candy Shops

Esta empresa fue adquirida por Blue Chips Stamps en 1972, fabricante y detallista de chocolates, diferenciada en cuanto a su producto por la calidad y servicio al cliente. El precio que pedían por la compañía era de \$40 millones; sin embargo, contaba con \$10.0 millones en efectivo como parte de sus activos, por lo que el precio real era de \$30.0 millones, Buffett ofreció \$25.0 millones y los vendedores aceptaron.

Esta empresa se mantiene bajo la dirección de Chuck Huggins, quien hoy administra 225 tiendas y la producción de 27 millones de libras de dulces al año.

En 1993 esta empresa generó ingresos por \$201.0 millones y ganancias después de impuestos por \$24.3 millones. En 1982, Buffett recibió oferta de compra por \$125.0 millones, cinco veces más que su precio de adquisición; sin embargo, dejó pasar dicha oferta; una buena decisión, si consideramos que durante los últimos 11 años la empresa ha generado beneficios después de impuestos por \$212.0 millones.

Buffalo News

Esta empresa fue adquirida por Blue Chip Stamps en 1977 por \$33.0 millones, su fortaleza está basada en un esquema de bajos costos y un enfoque orientado con más énfasis en las noticias que a publicidad, lo que le ha permitido posicionarse como número uno de los principales periódicos metropolitanos en su mercado, haciéndolo un vehículo interesante para publicidad de negocios.

4. Búsqueda de nuevas empresas

Como parte de su esquema de inversión, desde 1982 Buffett comenzó a colocar anuncios en los informes de Berkshire, respecto a la búsqueda de empresas en venta que consideraran un enfoque sencillo y comprensible; con un esquema de bajos costos y orientados a la rentabilidad. Con requisitos que consideraban la generación de beneficios después de impuestos por \$10.0 millones, capaces de generar buenos rendimientos sin mucha deuda y capaces de proporcionar su propia dirección. En este sentido, busca empresas de corte familiar con buena trayectoria, en las cuales adquiere una participación mayoritaria y los propietarios continúan administrando como socios minoritarios; lo que implica, que siguen comprometidos con los resultados. Producto de ésta estrategia, adquirió los siguientes negocios:

Nebraska Furniture Mart

Adquirida en 1983, almacén de una sola tienda de mobiliario para el hogar, fundado en 1937 por la familia Blumkin, ubicado en Omaha, con fortaleza en precios bajos y decir la verdad, Berkshire adquirió el 90% de participación accionaria, dejando 10% a los propietarios quienes siguieron administrando el negocio. Cuando fue adquirida generaba ventas por el orden de los \$100 millones anuales; después de 10 años de la adquisición generaba \$209 anuales y beneficios para Berkshire después de impuestos por \$78 millones, y a pesar de estar ubicada solo en Omaha, ha tenido un crecimiento sostenido, justificado por demanda de clientes de otros lugares cercanos.

Borsheim's

Es una joyería ubicada en Omaha, con opción de ventas por correo, cuyos propietarios son los Friedman, parientes de los dueños de Nebraska Furniture Mart, es una sola tienda que funciona con el mismo concepto, precios bajos y decir la verdad.

The Fechheimer Brothers Company

Negocio dedicado a la fabricación de uniformes, fundado en 1842 y propiedad de la familia Heldman desde 1941; en 1986 Berkshire pagó \$46.0 millones por el 84% de la participación accionaria. Durante los próximos 6 años de su adquisición, la empresa pasó de ventas del orden de los \$75 millones a \$122 millones; invirtiendo alrededor de \$2

millones anuales; en ese período la empresa generó para Berkshire \$49 millones en beneficios después de impuestos, y una rentabilidad promedio del 14%.

The Scott & Fetzer Company

Adquirido por Berkshire en 1986, es un negocio de varios productos con 17 tiendas con ventas anuales por el orden de \$700 millones anuales; luego de la adquisición por un valor de \$315.0 millones, Buffett decide dividir en tres partes el negocio: Kirby Vacuum Cleaners, World Book y Scott Fetzer Manufacturing Group; todas dirigidas por Ralf Schey. En 1992, este negocio generó \$110 millones en beneficios antes de impuesto, lo cual se considera sorprendente si consideramos que cuenta con un capital de solo \$116 millones y muy poco endeudamiento.

H. H. Brown

Adquirida en 1991, negocio que fabrica, importa y comercializa calzado. A pesar de ser un negocio duro, fue adquirida por Buffett por ser rentable; por mantenerse en la dirección Frank Rooney y por tener un esquema de compensación para los directores que incluía participación de beneficios.

Dexter Shoe

Es el mayor fabricante de calzado de propiedad independiente con base en Maine. Fue adquirida por Berkshire por \$420 millones en un canje de acciones.

Charlie

Empresa dedicada a la gestión de inversiones, dirigida por el actual vicepresidente de Berkshire Charles T. Munger y copropietario de Blue Chip Stams.

Wesco Financial Corporation

La empresa tiene tres filiales: Precision Steel; Wesco Financial Insurance Company y Mutual Saving and Loan.

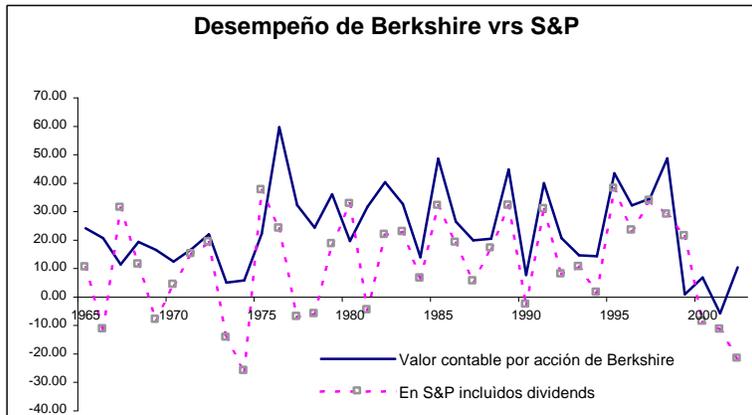
5. Cual es la filosofía de Buffett

La teoría del mercado eficiente, sugiere que el análisis de los valores es irrelevante, ya que toda la información necesaria está contenida en los precios actuales; sin embargo, la actuación de algunos individuos que superan continuamente la media de la bolsa, entre los que destaca Warren Buffett, da lugar a desestimar la validez de dicha teoría.

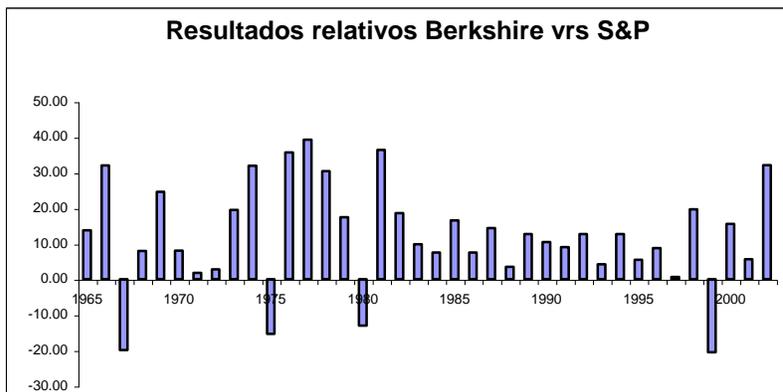
En 1993 incluido como número uno en la lista de Forbes, que considera la gente más rica de Norte América. Entre varias familias y setenta y nueve individuos, Buffett es el único que ha hecho su fortuna en la bolsa.

Los defensores de dicha teoría sugieren que Warren Buffett es una excepción, que representa un fenómeno estadístico raro que prácticamente nunca sucede.

En Cuadro No.1, se describe el desempeño de Berkshire comparado con el índice Standard & Poor's 500; mismo que podemos apreciar en las siguientes gráficas:



En este gráfico, se muestra el desempeño de **Berkshire** con el del **Índice S&P**, con un resultado consistentemente superior.



Como puede apreciarse, solo en 4 de 38 años analizados, se presenta resultados negativos, lo que demuestra el éxito de la estrategia de inversión en Berkshire

Warren Buffett y su empresa

Robert G. Angstrom, en su libro Warren Buffett, lo describe como un hombre sencillo, directo, franco y honesto, que adopta lo simple, las cosas lógicas y evita lo complicado. La empresa que dirige es la representación de su personalidad, su filosofía de negocios y su propio y único estilo. Todos los atributos que Buffett aprecia se ven reflejados en su propia empresa, de los cuales se puede citar como ejemplos: el Programa de Compensaciones y el de Obras de Beneficencia.

El Programa de Compensaciones de la Alta Dirección suele ser cuestionado por los accionistas, debido a que supera con facilidad el millón de dólares; y en adición, son recompensados con base en el desempeño individual y al cumplimiento de objetivos relacionados con sus áreas de responsabilidad (incremento de ventas, reducción de gastos generales, etc.), independientemente del tamaño de la empresa o la edad del individuo; por lo tanto, la actuación es recompensada, a pesar de los resultados o su contribución a los beneficios generales de Berkshire. Al final del año Buffet reparte cheques, muchos de los cuales son retornados al ser utilizados para comprar acciones de Berkshire y con ello los ejecutivos terminan compartiendo los riesgos de los propietarios. Como un ejemplo de este programa se menciona el caso de Mike Goldberg, que lleva las operaciones de seguros,

quien en 1992 recibió una compensación de \$2.6 millones de dólares; mientras que en los tiempos difíciles del negocio devengó solo su salario base de \$100,00.00. El salario del propio Buffet es de \$100,000.00 más una prima.

El Programa de Obras de Beneficencia: los accionistas con base en su participación accionaria, pueden definir a los beneficiarios. En la mayoría de casos, son los altos directivos y la Junta Directiva, quienes seleccionan las obras de beneficencia que recibirán estas contribuciones. En 1981 primer año de este programa se benefició 675 obras con \$1.7 millones, en los restantes 12 años ha contribuido con \$60.0 millones.

Su estrategia influenciada en doctrinas y enseñanzas de dos hombres sabios

Desde su infancia, Buffett fue influenciado hacia los negocios y su interacción con los mercados, a través del trabajo de su padre, quien se desempeñaba como corredor de bolsa; sin embargo, fue Benjamin Graham, quien cimentó las bases de su singular estilo de inversión. Siendo un modelo, de quien era lector, luego su estudiante, empleado, colaborador y finalmente socio.

Más tarde Philip Fisher, también despertó interés en Buffett y por su similitud como persona con Graham, terminó por ser parte de su actual enfoque .

Ben Graham, considerado el padre del análisis financiero; distinción que le fue otorgada, debido a que antes no existía esta profesión.

Graham propuso su propia definición de inversión: "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 con éstos requisitos son especulativas"¹

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. Esto bajo el entendido que la seguridad no es absoluta; por lo tanto, debe considerarse una inversión segura y libre de pérdidas en condiciones razonables.

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.

Graham describió tres enfoques de inversión: **El enfoque de sección transversal:** que sería hoy día el equivalente al índice. En otras palabras si escojo acciones de las diferentes empresas que componen el índice obtendría un rendimiento equivalente a dicha medición.

El Enfoque de anticipación: fue subdividido en dos enfoques: el de selectividad a corto plazo y el de acciones con perspectiva de mejorar su precio, centrados en la inversión de valores de empresas que tienen perspectivas favorables en el siguiente período o al menos para un plazo de seis meses a un año. **El enfoque de margen de seguridad:** este reúne todos los valores, acciones y bonos en un enfoque singular de cara a la inversión, por ejemplo si un analista determina que en un período de 5 años una empresa había sido capaz de ganar anualmente 5 veces sus gastos fijos, las obligaciones de esa empresa, entonces dijo Graham, poseía un margen de seguridad. Debido a la dificultad para establecer el valor de la empresa, que se creía era igual al valor contable o al de sus activos reales menos las obligaciones. Ante esta dificultad Graham propuso que para la obtención de un margen de seguridad, basado en el valor intrínseco de la empresa, sugería dos opciones: la primera adquirir empresas por menos de dos tercios de sus activos netos; el segundo enfoque es

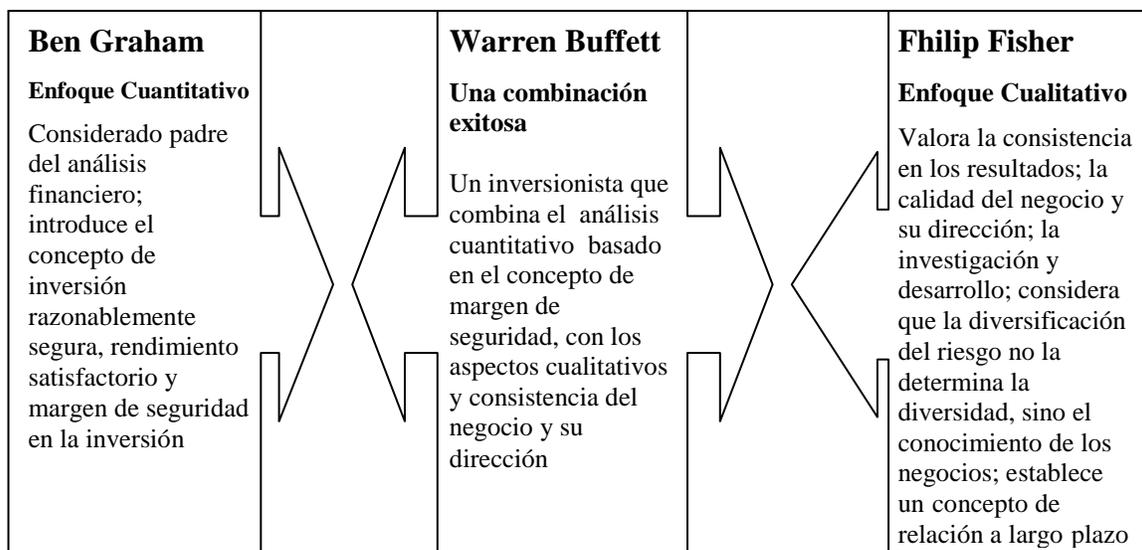
centrarse en acciones con una baja relación de precio con respecto a los beneficios (PER). Estos dos enfoques de margen de seguridad tenían algo en común, se referían a valores que el mercado no apreciaba, Graham consideró que éstos valores injustamente cotizados a precios bajos, eran adquisiciones atractivas.

Philip Fisher: Mientras Graham daba mayor importancia a los informes financieros enfocando su análisis sobre la base cuantitativa, Fisher valora el aspecto cualitativo del negocio y la calidad de la dirección, los esfuerzos en investigación y desarrollo, que consideraba contribuyen poderosamente a que la empresa se mantenga por encima del promedio. En su esquema de inversión buscaba empresas que no solo fueran el productor de más bajo costo; si no que fueran consistentes en ello. La dirección del negocio es otro aspecto considerado importante, su actuación por encima del promedio, su transparencia ante los accionistas, su honestidad. Según Fisher, basar un análisis de inversión con la lectura de los informes financieros no era suficiente; para éstos efectos desarrolló una técnica de investigación con clientes, proveedores, empleados, que le proporcionaba elementos de juicio respecto a aspectos que ellos percibían y que sumaban atributos para la evaluación y valoración del negocio.

Buffett adaptó del enfoque de Fisher, el concepto de diversificación, que no corresponde necesariamente a la compra de muchos valores, contradictorio al criterio de no poner todos los huevos en una misma canasta. En este caso Fisher consideraba que adquirir una empresa sin conocerla a fondo puede ser más arriesgado que tener una diversificación limitada.

Graham le enseñó a Buffett la base intelectual de las inversiones en el margen de seguridad y a dominar sus emociones aprovechando las fluctuaciones del mercado. Fisher le proporcionó una metodología más actualizada que permiten la identificación de inversiones a largo plazo.

Una combinación de talentos:



El mercado y su similitud con los lemmings

Los lemmings son roedores originarios de la tundra, conocidos por su éxodo al mar. En períodos normales durante la primavera migran en busca de comida y refugio; sin embargo cada tres o cuatro años, desarrollan un extraño comportamiento. Su población crece debido a su alta natalidad y baja mortalidad, a tal punto que se comportan de manera errática, conduciéndose en manada aún en contra de peligros y enemigos que normalmente evitan hasta llegar al mar, en donde nadan hasta morir de cansancio.

Según Warren Buffett, los mercados financieros se mueven de forma espectacular por acciones de tipo tumultuoso. Manifiesta que es sorprendente que los valores con mayor porcentaje de propiedad institucional sean las más volátiles, que con tantos y bien educados profesionales en Wall Estreet, no exista otra fuerza más racional y lógica que el mercado. Los asesores bursátiles no son capaces de determinar el precio de sus acciones, solo pueden tener la esperanza de animar a sus inversores a actuar de forma racional con la divulgación de información corporativa.

Considera, que a menos que un inversionista pueda contemplar como sus acciones bajan un 50% sin dejarse llevar por el pánico, no debería estar en la bolsa.

Su enfoque es de largo plazo; por lo tanto, no se hace más rico o pobre como consecuencia de las fluctuaciones de precio a corto plazo de la bolsa. En su portafolio vigente cuenta con inversiones en empresas que figuran desde sus inicios, algunas de las cuales no cotizan en bolsa; tales como: Borsheims, See's Candy Shops y el Buffalo News; las cuales han funcionado bien independiente de la bolsa; entonces, porqué no pueden hacerlo The Coca Cola Company, The Washington Post Company, GEICO, y Capital Cities/ABC. Esto no quiere decir que él no esté al tanto de las operaciones de sus empresas, la diferencia la marca el hecho que al análisis del mercado reflejado en el precio es solo una referencia; el valor lo determina en función de su estrategia.

En la bolsa, a pesar de la tecnología y automatización de las operaciones, sigue siendo la gente quien hace los mercados y como las emociones son más fuertes que la razón, la codicia y el miedo mueven los precios de una empresa por encima o por debajo de su valor intrínseco.

Buffett se dio cuenta que el valor a largo plazo de sus inversiones estaba determinado por el progreso económico de los negocios y no de las cotizaciones diarias. Al final el mercado deberá reconocer la buena o mala gestión reflejándolo en el precio de las acciones. Ben Graham le enseñó que la diferencia básica entre un especulador y un inversor radica en la determinación de los precios de los valores. El especulador intenta anticiparse y beneficiarse de los cambios de precio, mientras que el inversor solo busca adquirir empresas a precios razonables.

Al igual que la bolsa, la economía es otra variable que no impacta las decisiones de inversión o desinversión; ya que su enfoque está más centrado en los principios del negocio, la dirección y en precios; sin embargo, la inflación es una variable a la que presta atención, debido a su carga a la hora de producir rendimiento real para los propietarios, lo que implica que las empresas deberán tener rendimientos más altos, y la inflación no

garantiza mayores rendimientos sobre el capital a menos que: se incremente la rotación del activo; se amplíen los márgenes de explotación; se pague menos impuestos; aumente el apalancamiento o se utilice un apalancamiento más barato.

6. Consideraciones en la compra de una empresa

Para Buffett no hay ninguna diferencia entre comprar todo un negocio y comprar acciones de un negocio; en ambos casos se considera el mismo riesgo, con diferentes capacidades de control. En tal caso, la estrategia de inversión a seguir es la misma, busca empresas que entienda, con perspectivas favorables a largo plazo, dirigidas por gente honesta y competente, y muy importante, que estén disponibles a precios atractivos.

Para el análisis y selección de los negocios, Buffett muestra consistencia en los aspectos que considera de importancia, agrupándolos según los criterios, en cuatro áreas:

Dogmas del negocio: tres características básicas del negocio en sí mismo.

Dogmas de gestión: tres características que los directores deben presentar.

Dogmas financieros: cuatro decisiones financieras críticas que la empresa debe mantener.

Dogmas de mercado: dos directrices de costo interrelacionadas.

Aunque no todas las adquisiciones muestran la totalidad de los dogmas, los mismos constituyen la base central del análisis y por lo tanto, de la estrategia de inversión.

Dogmas del negocio: Basado en el funcionamiento del negocio

1. ¿El negocio es sencillo y comprensible?

La comprensión del negocio es fundamental en la toma de decisiones de inversión, se debe entender sus ingresos, gastos, flujo de caja, relaciones laborales, flexibilidad de precios y necesidades de inversión. Buffett, aconseja "invierta 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"² Para el caso, Buffett no tiene participación en empresas tecnológicas, pues considera están fuera de su área de comprensión, situación por la que ha sido criticado, pues se argumenta ha dejado de participar en un sector que le hubiese aportado un potencial en términos de rentabilidad como inversor. Al respecto, Buffett observa que el éxito de las inversiones no es cuestión de cuanto sabe uno, sino de lo realista que se es al definir aquello que no sabe. "Un inversor necesita hacer muy pocas cosas bien siempre que él o ella eviten los grandes errores"³. Los resultados por encima del promedio, ha averiguado Buffett, a menudo son producidos por hacer cosas ordinarias. La clave es hacer esas cosas ordinarias, extraordinariamente bien.

2. ¿Tiene un historial de funcionamiento consistente?

Evita lo complejo, busca negocios con una trayectoria consistente.

Evita negocios que están solventando problemas de negocios difíciles o están cambiando la dirección de la empresa porque sus planes no tuvieron éxito.

Hacer grandes cambios en el negocio aumenta la posibilidad de cometer grandes errores. "Los cambios severos y los rendimientos excepcionales acostumbra a no mezclarse"⁴ Los inversores están interesados en la compra de valores de negocios que

están en medio de una reorganización corporativa, dice Buffett, éstos inversores están tan embobados con la idea de lo que el mañana puede aportarles, que ignoran la realidad del negocio hoy en día.

3. ¿Tiene unas perspectivas favorables a largo plazo?

Considera que en el mundo económico hay dos grupos: un pequeño grupo de franquicias y el grupo más grande de negocios básicos, muchos de los cuales no vale la pena adquirir. Define franquicia como un producto que es necesario o deseado; no tiene un sustituto parecido; no se encuentra regulado. Las franquicias poseen una mayor cantidad de fondo de comercio económico, que les permite soportar mejor los efectos de la inflación, tienen mayor capacidad para generar mayores rendimientos, ajustarse a condiciones de crisis y aún ser rentables a pesar de una mala dirección.

La desventaja es que esta capacidad es perecedera, pues siempre habrá otros que la imiten. Al agotarse esta capacidad, el valor y la importancia de una buena dirección aumentan.

Dogmas de gestión: Busca una dirección capaz y comprometida con los propietarios

1. ¿Es racional la dirección?

"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 que falta en otras corporaciones"⁵. Este dogma tiene que ver con las decisiones de inversión y qué hacer con los beneficios: devolverlos o reinvertirlos.

2. ¿Es franca con los accionistas?

Admira la transparencia en el manejo de información financiera hacia los accionistas, y a los directores que admiten sus errores al igual que sus éxitos.

3. ¿Se resiste al imperativo institucional?

El imperativo institucional es la imitación inconsciente, es hacer cosas en función de los comportamientos de otros.

Dogmas financieros: Basados en un análisis de un período de 4 a 5 años

1. Centrarse en la rentabilidad del capital, no en los dividendos por acción

Buffett afirma que "el test primordial de la actuación económica gerencial es la consecución de una alta tasa de beneficios sobre el capital empleado (sin apalancamiento indebido, trucos contables, etc) y no la consecución de dividendos uniformes por acción"⁶.

Se conoce que las empresas pueden mejorar su rendimiento de capital incrementando su relación deuda/capital; agregar rendimientos adicionales bajo este esquema no impresiona a Buffett, teniendo en cuenta que "los buenos negocios o las decisiones de inversión producirán unos resultados absolutamente satisfactorios sin la ayuda de apalancamiento alguno"⁷. Además, las empresas muy apalancadas son muy vulnerables en períodos de disminución de la actividad económica.

2. Calcular los beneficios del accionista para obtener un verdadero reflejo del valor
Los beneficios contables son el punto de inicio para calcular el valor de un negocio, pero no son el punto final. En lugar del flujo de caja Buffett prefiere utilizar lo que él llama los beneficios del accionista. El beneficio neto de la empresa más provisiones, amortizaciones, menos las inversiones y cualquier capital circulante adicional que pueda ser necesario.
3. Buscar empresas que tengan grandes márgenes de beneficios
Uno de los factores considerados como importantes es que la dirección esté enfocada al esquema de bajos costos y gastos. Cualquier cantidad innecesaria en éstos rubros impactan directamente sobre el valor de sus participaciones.
4. Por cada dólar retenido asegurarse de que la empresa ha creado por lo menos un dólar de valor de mercado.
La creación de valor para los accionistas es determinante en el análisis; en adición a las perspectivas favorables a largo plazo, la empresa debe contar con directivos capaces y orientados hacia el accionista; lo cual se verá reflejado en el valor de mercado.
Se aprecia aquellas empresas con capacidad de reinversión de dividendos retenidos, "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" ⁸.

Dogmas del mercado: El precio de las acciones lo determina la bolsa, el valor lo determina el analista después de haber sopesado toda la información conocida sobre el negocio, la dirección y los rasgos financieros de una empresa.

1. ¿Cuál es el valor de la empresa?
Valor de liquidación: la venta en efectivo de los activos menos los pasivos.
Valor del negocio en marcha: determina los flujos de caja futuros que un accionista puede esperar recibir, descontados hasta un valor actual a una tasa apropiada.
Valor de mercado: en algunos casos en que se dificulta establecer los flujos se utiliza la comparación de la empresa con otras empresas similares que cotizan y se aplica un múltiplo adecuado.
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 son comparables, desde los fabricantes de látigos para calesas a los operadores de teléfonos celulares, se convierten en comparables"⁹. La valoración de una empresa explica 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.
En cuanto a éstas variables la interrogante que queda es cuál es la tasa de descuento que utiliza Buffett, sencillamente, la tasa de los bonos de largo plazo del gobierno de EE UU y nada más. Es lo más cerca que uno puede estar de una tasa libre de riesgo.

2. ¿Puede la empresa ser adquirida con un descuento significativo de su valor?
Graham le enseñó la importancia de comprar un valor solo cuando la diferencia entre su precio y su valor represente un margen de seguridad. Esto da una protección contra caídas en el precio o en contra de una mala valoración; ofrece la oportunidad de rendimientos extraordinarios en las acciones y proporcionará una prima adicional cuando el mercado corrija el precio del negocio.

7. Cuáles empresas y por qué razones han pertenecido a su portafolio

Warren Buffett ha diseñado una estrategia de inversión basada en la adquisición de valores de empresas que se desempeñen en áreas de su competencia, pues eso es determinante a la hora de comprenderlo y asegurar el enfoque de inversión basado en el perfil.

Inversiones consideradas como Permanentes

Warren Buffett recuerda que Ben Graham le decía "a corto plazo, el mercado es una máquina de votar pero a largo plazo, es una máquina de pesar"¹⁰.

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"¹¹. Sin embargo, en función de la experiencia Buffett define 4 empresas como las centrales de su portafolio y por lo tanto no vende: The Washington Post; GEICO Corporation; CAPITAL Cities/ABC y The Coca Cola

Esta categoría no se otorga de manera arbitraria, The Washington Post tiene 20 de años de pertenecer a la cartera; GEICO 18 años; incorporó acciones de CAPITAL Cities/ABC por primera vez en 1977 y de The Coca Cola en 1987, esta última considerada permanente desde 1990. Para entender mejor la categoría de éstas empresas se describe los atributos de The Coca Cola, basados en la filosofía de valoración de Buffett.

The Coca Cola Company

Mayor fabricante, comercializador y distribuidor de concentrados y jarabes para refrescos con gas, su refresco vendido por primera vez en 1886 en los EE UU, se vende hoy en 195 países. Buffet está relacionado con el consumo del producto desde los 5 años, poco después comenzó a comprar seis bebidas por \$0.25 y las vendía en vecindario en \$0.05 cada una; sin embargo, a pesar de haber nombrado en 1986 la Cherry Coke, como refresco oficial de las reuniones de Berkshire Hathaway, no fue hasta 1988 que adquirió sus primeras acciones.

Dogma sencillo y comprensible

La empresa adquiere materias primas que se combinan para fabricar un concentrado, el cual es vendido a embotelladores que lo combinan con otros ingredientes. El producto luego se vende a distribuidores mayoristas y al detalle, sus marcas: Coca Cola, Diet Coke, Sprite, Mr. PiBB, Mello Yello, Ramblin Root Beer, los refrescos Fanta, Tab y Fresca. Otros productos: bebidas de frutas marca Hi-C, el Zumo de naranja Minute Maid.

La empresa es propietaria del 44% de Coca Cola Enterprise, el mayor embotellador de EE UU y del 53% de Coca Cola Amatil, embotellador australiano. Además de la marca de sus productos Coca Cola, posee un sistema de distribución mundial sin comparación.

Dogma perspectivas favorables a largo plazo

Basados en el liderazgo de Coca Cola, la pregunta es ¿Por qué Buffet no invirtió antes?, aunque no existe una explicación contundente, Buffett explica que en este negocio, cualquier momento en que hubiese ingresado tenía beneficios; sin embargo, durante los años 70, enfrentaba problemas relacionados con otros embotelladores; de acusaciones por abusos de trabajadores inmigrantes en los naranjales de Minute Maid; de quejas de ecologistas, debido a contaminación por el uso de envases de un solo uso; acusaciones de reguladores por manejo de la franquicia exclusiva; por boicot árabe y franquicia otorgada a Israelíes; en el mercado Japonés que representaba el potencial de crecimiento, enfrentaba problemas corporativos, por resistencia al consumo de la bebida por un colorante artificial de alquitrán de carbón en Fanta Grape, el cual fue sustituido por piel de uvas, provocando fermentación en el envase y finalmente lanzado a la bahía de Tokio. Adicionalmente, a este entorno, a pesar de la resistencia de los accionistas Paul Austin, Presidente del Consejo, estaba invirtiendo como opción de diversificación en un giro diferente al del negocio: proyectos acuáticos, granjas de gambas y compra de bodegas. Para justificar esto y evitar críticas se invirtió fuertemente en publicidad; a esto se sumaba un esquema de gastos innecesarios que incluía redecoraciones con enfoque moderno, dirigidas por la esposa de Austin, retirando todas las pinturas clásicas. Esto sumado a otras acciones afectó la moral de los empleados, la cual llegó a su punto más bajo, como producto del cierre del parque de la compañía en la hora de los almuerzos, justificado por el deterioro por residuos de comida. Esto obligó a un cambio en la dirección contratando a Roberto Goizueta, quien reenfocó el negocio, iniciando con una reunión de altos directivos, en la cual se estableció compromisos y una estrategia orientada para los años ochenta, que consideraba un recorte de costos y optimización de rendimientos sobre activos.

Dogma márgenes de beneficios

En 1980 los márgenes eran de 12.9%, bastante por debajo del 18% reportado por la compañía en 1973, en el primer año de Goizueta éstos subieron a 13.7% y cuando Buffett compró llegaron a un record del 19%.

Dogma rentabilidad de capital

Con la dirección de Goizueta se estaba duplicando y triplicando la rentabilidad, lo cual se reflejaba en el valor de mercado que en 1980 era de \$4,100 millones y para 1987 de \$14,100 millones.

Dogma franqueza

Para lograr un crecimiento de valor, la compañía ha retenido más dividendos, incrementando anualmente el mismo, pero no en la misma proporción de crecimiento de los beneficios; permitiendo reinvertir para sostener el crecimiento, situación que se informa de manera transparente al accionista, basado en el objetivo de rentabilidad.

Dogma racionalidad

Basados en el esquema de rentabilidad y la generación de flujos, la empresa inició un programa de recompra de acciones, de las cuales a 1984 se había recomprado un total de 414 millones de acciones, lo cual representa más del 25% de acciones en circulación a la misma fecha. En 1992 se anunció la recompra de 100 millones de acciones que representaba el 7.6% de las acciones en circulación.

Dogma los beneficios del accionista

Desde 1981 a 1988 los beneficios han crecido a una tasa de 17.8%. Durante el período comprendido entre 1973 a 1982, fue de 6.3% y en el último período de 1983 a 1992, dicho crecimiento fue de 31.1%.

Dogma Determinar el valor

Escenario de valoración (en millones \$)

1988 beneficios a los accionistas	828.0
Esto dividido entre la tasa de bonos del tesoro a largo plazo (perpetuidad)	9.0%
Valor de Coca Cola	9,200.0
Valor de mercado	14,800.0
Margen de seguridad \$	(5,600.0)
Margen de seguridad %	(60%)

Bajo este escenario de valoración, se muestra un margen negativo y por lo tanto, se asume que los compradores percibían como parte del precio las oportunidades de crecimiento en el futuro, lo que justifica un precio de mercado mayor al determinado como valor; dando lugar a nuevos escenarios basados en el comportamiento histórico.

Basados en el crecimiento del negocio, que para el período 1981 a 1988 creció a una tasa de 17.8%, se establece un nuevo escenario de valoración, considerado en dos fases: en la primera el negocio crecerá durante los primeros 10 años a una tasa del 15% y luego a una tasa del 5%.

Valor de primeros 10 años al 15% de crecimiento: \$11,246.8

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Beneficio del año anterior	828	952.20	1,095.03	1,259.28	1,448.18	1,665.40	1,915.21	2,202.50	2,532.87	2,912.80
Tasa de crecimiento	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Beneficios del accionista	952.20	1,095.03	1,259.28	1,448.18	1,665.40	1,915.21	2,202.50	2,532.87	2,912.80	3,349.72
Factor de actualización	0.9174	0.842	0.772	0.708	0.65	0.596	0.547	0.502	0.46	0.422
Valor actual por año	873.55	922.02	972.17	1,025.31	1,082.51	1,141.47	1,204.77	1,271.50	1,339.89	1,413.58
Suma del valor actual de los beneficios										11,246.76

Suma del valor actual de los beneficios de los primeros 10 años **\$11,246.8**

Valor a partir del año once, que supone un crecimiento constante de un 5% **\$37,106.5**

Valor residual		3,349.72
Tasa de crecimiento (g)		5.00%
beneficio en año 11		3,517.21
Tasa de capitalización (k-g)	(9%-5%)	4%
Valor final del año 10		87,930.15
Factor de actualización al final del año 10		0.422
Valor actual del período residual		37,106.52

Valor intrínseco de la empresa (millones de \$)

(suma primeros diez años + perpetuidad con crecimiento constante)	48,353.3
Valor de mercado	14,800.0
Margen de seguridad \$	33,553.3
Margen de seguridad %	227%

Bajo este mismo criterio podemos establecer otros escenarios: si asumimos un crecimiento en los primeros diez años del 12.0% y a partir del año once un del 5.0%, el valor actual de la compañía descontado al 9.0% sería de \$38,163 millones, esto deja un margen de \$23,363 (\$38,163-\$14,800) equivalente a 158% (\$23,363/\$14,800).

Si asumimos un crecimiento en los primeros diez años del 10.0% y a partir del año once del 5.0%, el valor actual de la compañía descontado al 9.0% sería de \$32,497, dejando un margen de \$17,697 (\$32,497-\$14,800) equivalente a 120% (17,697/14,800).

En otro escenario más conservador se asume un crecimiento constante del 5%

1988 beneficios a los accionistas (millones \$)	828.0
Esto dividido entre la tasa de bonos del tesoro a largo plazo	
Menos la tasa de crecimiento (9%-5%)	4.0%
Valor de Coca Cola	20,700.0
Valor de mercado	14,800.0
Margen de seguridad	5,900.0
Margen de seguridad %	40%

Dogma comprar a precios atractivos

Con base en los escenarios anteriores y considerando el último como el más conservador, la compra de acciones en The Coca Cola tiene sentido, con un valor del negocio que en el escenario pesimista es igual a \$20,700.0 millones; que comparado con el precio de referencia del mercado ofrece un margen de seguridad con respecto al precio de \$5,900.0 millones, equivalente a un 40%, que justifica hacer la inversión.

Dogma la premisa de un dólar

De 1988 a 1992 se ha acumulado beneficios por (millones \$)	7,100.0
Distribuidos a los accionistas	2,900.0
Retenidos	4,200.0
Valor actual de mercado 1992	54,100.0
En 1988 la empresa tenía un valor de mercado de	14,100.0
Incremento de valor	40,000.0
Creación de valor por \$1.00 en beneficios retenidos (\$40,000.00/4,200.00)	\$ 9.52

8. Opciones de inversión

Renta Fija

Warren Buffett es más conocido por sus inversiones en acciones; sin embargo, debido a exigencias de flujos asociados a compromisos relacionados con el negocio de los seguros, a pesar de no ser lo que más aprecia, invierte en instrumentos de renta fija; con una marcada diferencia respecto a sus competidores, pues la concentración de los mismos en los portafolios Berkshire no excede al 17%; mientras que la costumbre del sector de seguros es invertir entre el 60% y 80% en renta fija. En Berkshire esto se justifica debido a su calidad financiera y a una filosofía disciplinada en la emisión de seguros.

La poca preferencia respecto a inversiones de renta fija obedece a dos situaciones, la primera a que considera deberían compararse con las perspectivas de una persona con visión de negocio y en tal sentido, considera que la mayoría de contratos de renta fija, están por debajo de los rendimientos que una persona de negocios consideraría razonables. En segundo lugar, por su prejuicio respecto a la inflación que afecta la capacidad del dinero en el futuro y como sea que los bonos están expresados en dinero, se verán afectados. Si bien considera que las acciones también son afectadas por pérdida de valor, los bonos se ven mucho más afectados. En ese sentido, Buffet orienta sus inversiones de renta fija a los Bonos convertibles, a las acciones preferentes convertibles y a los bonos de corto y mediano plazo.

Arbitraje

Como opción de liquidez para sus portafolios, Buffett prefiere adquirir bonos de mediano plazo libres de impuesto, a bonos de corto plazo del tesoro; a pesar de la exposición a pérdidas en condiciones desventajosas del mercado al venderlos para cubrir necesidades de efectivo, situación que se compensa con mayores rendimientos. Esta sin embargo, no es la única alternativa para mejorar la rentabilidad que ofrecen los bonos del tesoro a corto plazo. En ese sentido, en situaciones de liquidez y pocas ideas de inversión, Buffett considera el arbitraje, como una opción de rentabilidad, el cual puede ser "sin riesgo", denominado así por el aprovechamiento de diferencia de precios en diferentes mercados, por ejemplo: si las acciones de una empresa se cotizan a precio de \$2.0 en la bolsa de Londres y a \$2.01 en Tokio, un arbitrajista se beneficia haciendo una compra y venta simultánea. Existe otro tipo de arbitraje "de riesgo" en los cuales se compra o vende un título con la esperanza de beneficiarse de algo que ha de pasar en el futuro.

Acciones preferentes convertibles

Son instrumentos que combinan las características de un bono y una acción; con la ventaja que pagan un beneficio mayor que las acciones ordinarias, como una protección para los inversionistas ante una baja en el precio; el cual se verá afectado hasta llegar al rendimiento de otros instrumentos comparables, tales como bonos que posean condiciones similares en término de riesgo, rendimiento y vencimiento. Adicionalmente, estos instrumentos ofrecen la posibilidad de acceder al capital accionario ordinario y como sea, por tener una prima entre el 20% y 30%, las acciones ordinarias podrán subir de precio hasta un 20 o 30% antes que las acciones preferentes ejerzan su derecho de convertirse en acciones preferentes antes de perder valor.

9. Renta Variable no Permanente

La diferencia entre las acciones permanentes y las no permanentes para Buffett son las relaciones personales. En todos los casos; sin embargo, busca empresas con economías atractivas, con una dirección orientada hacia los accionistas y disponibles a precios atractivos por debajo de su valor intrínseco.

10. Un Inversionista poco razonable

Con base en la teoría de los mercados eficientes, hoy en día, la tecnología, la automatización e información en línea de las cotizaciones de los diferentes valores que se transan en los mercados, ha desplazado el enfoque del análisis fundamental de los negocios; justificados en que, el precio es reflejo del valor, y por lo tanto, contiene implícito el análisis de todos los aspectos fundamentales, considerados por los diferentes actores representados en el mercado.

Como consideramos al inicio, el enfoque de este trabajo no pretende desestimar el aporte del mercado; sin embargo, para Warren Buffett, hacer sus propios análisis, sobre características cuantitativas y cualitativas del negocio, basado en una filosofía comprobada, ha resultado excepcionalmente exitoso. Su enfoque, a pesar de no basarse en las condiciones del mercado para la valoración del negocio, toma en consideración el precio reflejado por el mismo, para decidir con respecto a una inversión; en tal caso, si con base en su análisis determina que existe un mayor valor al reflejado por el mercado, y si esa diferencia deja un margen de contribución suficientemente apropiado, hace la adquisición. Warren Buffett considera que el mercado sigue siendo influenciado por las emociones de los diferentes actores; por la codicia de unos y el miedo de otros, que combinados modifican considerablemente la apreciación del valor de un instrumento, reflejado en su precio; a veces considerablemente apreciado o injustamente infravalorado. Son estas variables las que permiten oportunidades interesantes y en las cuales se obtiene considerables beneficios.

Esta filosofía diferencia a Warren de Buffett del resto de inversores profesionales, pues mientras éstos siguen el precio de sus cotizaciones diarias y los resultados de corto plazo,

Buffett analiza estados financieros; las exigencias de reinversión de capital y la capacidad de generar dinero de sus empresas, creyendo que el valor no se crea en el corto plazo.

En el mercado esta situación se justifica, por la actuación de inversores profesionales que tienen la exigencia de sus clientes, que desean ver resultados inmediatos en sus inversiones, Buffett por el contrario espera los resultados anuales de sus empresas, con lo cual puede evaluar el desempeño, basado: en el rendimiento sobre el capital inicial del accionista; el cambio en los márgenes de explotación; niveles de deuda y necesidades de inversión y la capacidad de generar dinero de la empresa. En todo caso, el reflejo del buen desempeño de los negocios en el largo plazo, deberá ser capturado por los precios del mercado. Entonces, por qué preocuparse por las cotizaciones en el corto plazo.

La aplicación de esta filosofía; sin embargo, no implica infalibilidad, Buffett ha cometido errores que ha capitalizado; sin embargo, su actuación promedio ha demostrado ser superior incluso a los indicadores del mercado.

11. Una inversión de relación

La inversión de relación, tiene que ver con el compromiso de largo plazo del inversionista con el negocio, lo cual es un concepto que aún sin estar definido como tal, ha sido practicado como parte de la filosofía de Buffett. En los últimos años, los inversionistas institucionales principalmente, han entendido que sus decisiones de corto plazo afectan el valor de una empresa, ya que se considera que solo los fondos de pensiones poseen alrededor del 55% de los valores emitidos en EE UU, y aún cuando la concentración por emisor puede ser del 1% de sus activos, al salir a vender y reinvertir este porcentaje, puede ser una parte importante de una empresa, que impacte en las condiciones de mercado.

12. El sistema de inversión

Desconéctese de la Bolsa

La filosofía de inversión de Buffett, está enfocada en la creación de valor, basada en el desempeño de las empresas en el largo plazo; por lo tanto, no sigue las cotizaciones diarias de la bolsa, y por el contrario recomienda desconectarse de la misma y dedicar más esfuerzos a los análisis propios. Al respecto, Buffet comenta "No necesitamos una cotización diaria sobre nuestra posición del 100% en See's o en H.H.Brown para validar nuestro bienestar. ¿ Por qué pues, necesitaríamos una cotización sobre nuestro interés del 7% en Coke?"¹².

Si cree que la bolsa es más lista que usted, entonces entréguele sus fondos e invierta en índices; si por el contrario cree que usted comprende mejor el negocio que la bolsa, haga la prueba de no dar seguimiento a una pantalla de cotizaciones o periódicos bursátiles durante un día, luego dos, una semana, si a pesar de ello, su empresa sigue operando bien, desconéctese del mercado y solo consúltelo cuando necesite hacer un negocio y desea saber sobre las oportunidades reflejadas en los precios disponibles por debajo del valor fundamental.

No se preocupe por la economía

Para Buffett, el esfuerzo y la toma de decisiones basados en cotizaciones de la bolsa o las predicciones sobre la economía, están fuera de su estrategia, pues a no ser por su prejuicio por la inflación sobre el valor del dinero, considera que enfocarse en la parte operativa es más productivo, ya que si la empresa posee aspectos fundamentales y un sólido desempeño, será capaz de ajustarse a los entornos económicos dinámicos.

13. Consideraciones Finales

Los inversionistas sofisticados y aún aquellos que administran su patrimonio personal, buscan a partir de la estructuración de un portafolio, la creación de valor. Cada uno de ellos, lo captura o lo pierde, siendo responsables de sus decisiones y del componente de riesgo inherente a la retención, adición o eliminación de un instrumento, que representa una parte de un negocio.

En el proceso de esa estructuración, los inversionistas han convivido con reglas o paradigmas, tales como el concepto de mercado perfecto, que asume que todos los participantes tienen la misma información y toman decisiones racionales; el concepto libre de riesgo, asociado con los bonos del tesoro de los Estados Unidos, para citar algunos ejemplos. La evolución de los mercados y la diversidad de participantes, que buscan sacar provecho de esos paradigmas, especialmente aquellos más sofisticados, que se destacan por crear sus propias estrategias y análisis; entre los cuales sobresale Warren Buffett, está cambiando esa visión, reconociendo el poder que tienen las decisiones a partir de la percepción del valor; entendiendo que según el interés motivado por la codicia; el temor a perder o simplemente por seguir la corriente, no siempre son el reflejo de una conducta racional, considerando que es fuertemente influenciado por asesores de inversión o instituciones que se especializan, dan seguimiento y proponen valores de determinados sectores, que incluyen: acciones comunes y preferentes; bonos corporativos o soberanos; operaciones de arbitraje; emisiones estructuradas con base en índices; incorporando títulos de renta fija y/o variable; con apalancamiento; aprovechamiento de arbitraje en monedas, trading de valores, entre otros; tomando en consideración el perfil del cliente con base en su tolerancia al riesgo y no menos importante las expectativas de rentabilidad, presentadas frecuentemente como fondos de inversión, notas estructuradas, en emisiones públicas o privadas y en las cuales se puede comprar participación, ya sea como mecanismo específico de inversión o como una opción de diversificación. Mismos que ofrecen una gama de beneficios que consideran desde alta rentabilidad sin garantía patrimonial, hasta cobertura de principal con cero cupón, encontrando la rentabilidad en este último esquema como producto de la apreciación de mercado al vencimiento o al ejecutar condiciones de salida.

En ese sentido, cada inversionista estructura su portafolio como un traje a la medida, ya sea por cuenta propia, asesorándose con especialistas o combinando su administración. En todo caso, debe tomar decisiones que implican riesgos y por lo tanto; se demanda una conducta racional, considerando que cada inversión tiene sus propias particularidades y es conveniente encontrar un equilibrio entre riesgo y rentabilidad; pues generalmente, ningún inversionista se sentirá satisfecho manteniendo seguridad en bonos del tesoro de Estados Unidos, desaprovechando un potencial de rentabilidad que pudiese obtener emprendiendo

sus propios proyectos, o por el contrario, a pesar de altos rendimientos presentes, exponer la seguridad del patrimonio invertido en instrumentos o sectores de alto riesgo.

En adición a las condiciones propias de rentabilidad de un portafolio y dependiendo de la estrategia de estructuración, es factible aportar ingresos adicionales a partir de la contratación de cuentas de margen, que ofrecen acceso a liquidez a costos bajos y permiten condiciones favorables para el apalancamiento y arbitrajes, entre algunas opciones.

La globalización, ha permitido un acercamiento de los diferentes actores en el mercado de valores y en ese sentido, aún economías como la nuestra, considerada como emergente, se vuelve atractiva como opción para inversionistas locales y extranjeros, trayendo oportunidades tanto para los participantes deficitarios como para los superavitarios. En ese contexto, también se abre un abanico más grande de oportunidades, que benefician aún a aquellos inversionistas menos sofisticados, acostumbrados a sus mercados domésticos, quienes poco a poco se familiarizan con nuevas opciones y por lo tanto, se incorporan naturalmente a una dinámica más diversificada, aprovechando las ventajas de la apertura.

Con lo anteriormente expuesto, se explica que las oportunidades de mercado están cada vez más disponibles y democratizadas, independientemente de nuestra posición geográfica, acortando las diferencias para los inversionistas. En ese caso, la creación o destrucción de valor en la estructuración de un portafolio, dependerá de las capacidades del inversionista, que obviamente deberá considerar aspectos que vayan más allá del tradicional concepto de diversificación o del conocimiento y contactos en los diferentes mercados; del acceso a tecnologías que faciliten su conformación y acortan tiempos en investigación, análisis y ejecución. El éxito en las inversiones no depende solo de tener acceso al capital, es una filosofía que incorpora además de conocimientos y destrezas para reconocer y aprovechar oportunidades, una disciplina que implica consistencia en el análisis y seguimiento de los diferentes valores contenidos, los cuales no necesariamente deben coincidir con el mercado.

Bibliografía

1. Warren Buffett por Robert G. Agstrom, Jr. Título original The Warren Buffett Way 1994,1195 Para la edición en lengua castellana, edición Gestión 2000, s.s. Barcelona 2002.
2. La Locura de la Inversión por John R. Nofsinger. Traducido de Investment Mandess. How Psychology affects your Investing, edición en español 2002 por PEARSON EDUCACION, S.A.

Artículos

1. Divertirse y Ganar en el Caos, Chuck Lucier y Jan Dyer, Estrategia & Negocios, Septiembre 2003, No.48.
2. Donde poner su dinero, Alejandro Stanham, Estrategia & Negocios, Febrero 2004, No.52
3. Inquietud por los déficit pone los bonos de EUA bajo escrutinio, por Aaron Lucchetti, The Wall Street Journal.
4. La teoría de que los mercados siempre aciertan a largo plazo pierde adeptos en la academia, por Jon E. Hilsenrath, The Wall Street Journal.
5. Mercados emergentes un riesgo moderado, por Marc Goedhard y Peter Haden, Estrategia & Negocios, Febrero 2004, No.52
6. Wall Street intenta descifrar a Greenspan, por Aaron Lucchetti, The Wall Street Journal.

Sitios Web

1. www.berkshirehathaway.com

Notas

1. Benjamín Graham y David Dodd, Security Analysis, tercera edición (Nueva York; McGraw- Hill, 1951)
5. Carol Loomis, "Inside Story on Warren Buffett", Fortune, 11 de abril de 1988,32.
6. Cartas a los Accionistas de Berkshire Hathaway, 1977-1983,17.
8. Cartas a los Accionistas de Berkshire Hathaway, 1977-1983,52.
2. Fortune, 29 de noviembre de 1993, 11.
11. Ibid
3. Informe Anual deBerkshire Hathaway 1992,15.
4. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1987,7.
7. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1987,20.
9. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1989,5.
10. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1987,15.
12. Informe Anual de Berkshire Hathaway 1993,15.

Anexos

Cuadro No. 2
Subsidiarias de Bershire Hathaway Inc.

Acme Brick Company	Johns Manville
Ben Bridge Jeweler	Jordan´s Furniture
Benjamin Moore & Co.	Justin Brands
Berkshire Hathaway Group	Larson-Juhl
Berkshire Hathaway Homestates Companies	McLane Company
Borsheim´s Fine Jewerly	MidAmerican Energy Holdings Company
Buffalo NEWS, Buffalo NY	MiTek Inc.
Central States Indemnity Company	National Indemnity Company
Clayton Homes	Nebraska Furniture Mart
CORT Business Services	NetJets
CTB Inc.	The Pampered Chef
Fecceimer Brothers Company	Precision Steel Warehouse, Inc.
FlightSafety	RC Willey Home Furnishings
Fruit of the Loom	Scott Fetzer Companies
Garan Incorporated	See´s Candies
GEICO Direct Auto Insurance	Shaw Industries
Gaeneral Re	Star Furniture
Helzberg Diamonds	United States Libia Insurance Group
H.H. Brown Shoe Group	XTRA Corporation
International Dairy Queen, INC	

Fuente: página web WWW. Berkshirehathaway