



**MODELO DE VALORACIÓN DE EMPRESAS SOBRE LA METODOLOGÍA DE
INVERSIÓN DE VALOR**

AUTOR:

SEBASTIÁN TASCÓN GALLO

DIRECTOR DEL PROYECTO:

JULIAN BENAVIDES FRANCO Ph. D

Universidad Icesi

FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONÓMICAS

ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

SANTIAGO DE CALI

2014

Resumen:

Diferentes métodos de valoración están disponibles hoy al alcance de todos los interesados en aprender cómo se valora un negocio. Sin embargo, un enfoque en particular llama mucho la atención, pues ha hecho que uno de los hombres más ricos del mundo, lo sea gracias a su filosofía de inversión de valor. Su nombre, Warren Buffett.

Por más de cuarenta años su metodología disciplinada y racional le ha dado a su empresa unos resultados que superan a los del mercado y a inversionistas de fondos y carteras de Wall Street. Su forma de comprar empresas es una convergencia entre el cuantitativo método de su mentor Benjamín Graham y otro reconocido inversor de valor en su momento, el cualitativo Philip Fisher. Lo que ha conseguido Buffett con la unión de estos dos modelos, en palabras de Robert G. Hagstrom (1998), es “comprar un buen negocio y retener esta inversión durante varios años, consiguiendo unos rendimientos proporcionados por la buena marcha del negocio”. Además, por su definición, el modelo de valoración de Buffett, según Ben Graham (1945) es: “una operación de inversión que después de un análisis metódico, promete seguridad del principal y un retorno satisfactorio. Una operación que no cumpla con estos requisitos, es especulación”.

Con este proyecto de grado se busca encontrar y poner a discusión a los interesados en el campo de las inversiones, los principios básicos de valoración de empresas que se encuentran detrás del modelo de Warren Buffett y entender por qué este método ha tenido mejores resultados frente a los demás. Es decir, este proyecto propone esbozar principios fundamentales que puedan contribuir a un análisis práctico, pero bien argumentado en términos de inversiones de valor, buscando así cerrar la brecha entre el mercado de valores y las empresas subyacentes que representan los títulos en dicho mercado.

Palabras claves: Finanzas corporativas, valoración de empresas, Inversión, Negocios Financieros, Security Analysis, Inversión Inteligente.

Summary

Different methodology is available today for all of those who are interested to learn how to value a business. However, a particular approach calls attention, because of this approach Warren Buffett is one of the richest world men.

For more than 40 years his rational methodology has given superior market results for his holding and also compared to other funds in Wall Street. His way of valuing and buying business is a convergence between the quantitative method of Benjamin Graham and the other well known value investor in his moment, the qualitative Phillip Fisher. What has got Buffett with the mix of these theories in Robert G. Hagstrom (1998) words is to “buying an extraordinary business and maintain this inversion for a period of several years and therefore, to obtain profit for the well evolution of the business”. Also by definition, the Buffett value model according to Ben Graham (1945) is “an investment operation is one which, upon thorough analysis, promises safety of principal and an adequate return. Operations not meeting these requirements are speculative”.

With this degree project, author wanted to find and putting discussion to those who are interest in the investment field, the basic business value principles that are behind Warren Buffett investment model and to understand why this model has had better results than the others available. Agree with the previous sentence, this project propose to outline fundamental principles that can contribute to an practice analysis, but well argued in terms of valuation, finding this way to close the gap between the market and the underlying business that are represented by titles in that market.

TABLA DE CONTENIDO	Pag.
1. Introducción	4
2. Objetivos	6
3. Pregunta de Investigación	7
4. Marco Teórico	7
4.1 El inversor inteligente, Benjamin Graham (1945)	8
4.2 Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios, Philip A. Fisher (2003)	10
4.3 Buffettología, Mary Buffett y David Clark (2000)	17
4.4 The Warren Buffett Way, Robert G Hagstrom (1998)	19
4.5 Otras teorías	21
4.5.1 Teoría de Portafolio de Harry Markowitz	22
4.5.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)	22
4.5.3 Teoría del Mercado Eficiente	23
5. Metodología utilizada por Warren Buffett	24
6. Una Aproximación a la Práctica.	31
7. Conclusión	35
8. Bibliografía	37
9. Tablas	Pag
Tabla 1.	38
Tabla 2.	38
Tabla 3.	39
Tabla 4	39
Tabla 5	40
Tabla 6	40

1. INTRODUCCIÓN

El modelo o enfoque de valoración de empresas empleado por Warren Buffett se va a investigar para determinar los factores que hacen de este mismo una “filosofía” que genera valor en el tiempo, que busca la inversión a largo plazo en empresas de alta rentabilidad para sus accionistas y que de una forma relativamente sencilla, permite entender los negocios subyacentes a las entidades en las que se va a invertir y determina, aparte de la seguridad del principal, un rendimiento suficiente sobre la inversión.

Una de las evidencias de que Buffett durante casi 50 años ha encontrado una metodología sólida y robusta de invertir capital en las empresas adecuadas para obtener beneficios por encima de la media del mercado, se encuentra precisamente en sus informes anuales, en donde año a año, lleva el seguimiento del incremento del valor en libros de Berkshire Hathaway (BH). Es el hecho de que el sistema y sus técnicas se vean argumentadas por la historia y los números lo que hace interesante y práctico a la vez el estudio de su teoría de inversión. A continuación se presenta la tabla en la que se compara el rendimiento de la empresa BH contra el S&P 500, índice que reúne a las 500 principales empresas de Estados Unidos:

Cambio anual (%)			
	En valor en libros por acción BH	En S&P 500 con dividendos incluidos	Resultados relativos
Año	(1)	(2)	(1)-(2)

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	16,1	-2,5
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
1995	43,1	37,6	5,5
1996	31,8	23,0	8,8
1997	34,1	33,4	0,7
1998	48,3	28,6	19,7
1999	0,5	21,0	-20,5
2000	6,5	-9,1	15,6
2001	-6,2	-11,9	5,7
2002	10,0	-22,1	32,1
2003	21,0	28,7	-7,7
2004	10,5	10,9	-0,4
2005	6,4	4,9	1,5
2006	18,4	15,8	2,6
2007	11,0	5,5	5,5

2008	-9,6	-37,7	28,1
2009	19,8	26,5	-6,7
2010	13,0	15,1	-2,1
2011	4,6	2,1	2,5
2012	14,4	16,0	-1,6
Interés compuesto anual 1965-2012 (%)	19,7	9,4	10,3
Ganancia total 1964 -2012 (%)	586.817,0	7.433,0	

Fuente: *The Warren Buffett Way Third Edition (2014)*, Robert G Hagstrom (Cap. 7).

De la tabla anterior es posible observar que BH ha sobrepasado el mercado en 38 veces y ha estado por debajo de él en 10 veces durante los últimos 50 años. Sin embargo, solo ha perdido valor en libros en dos ocasiones respectivamente, años 2001 y 2008, reflejando así las últimas dos depresiones del mercado de valores. Estas corresponden en el 2001 a las empresas Punto Com y en el año 2008 a la Burbuja Inmobiliaria. También se aprecia que durante los 46 años (restando los dos que decreció) Warren Buffett ha generado riqueza a sus accionistas por encima de la media, que además, posteriormente se ve reflejado en precios de mercado de la acción. El interés compuesto anual para los últimos 48 años es de un asombroso 19,7%, un 10,3% por encima del S&P 500, evidencia que demuestra la solidez en las políticas de asignación de recursos a las empresas de su portafolio, que en este proyecto se pondrán a discusión.

2. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN:

- Entender de acuerdo a la evidencia que se encuentra, el modelo de valoración de empresas de Warren Buffett y contrastarlo frente a los demás enfoques

disponibles para de esta forma encontrar factores de éxito, que esbocen principios fundamentales, que puedan contribuir a un análisis práctico de las inversiones en valores.

- Determinar los factores de éxito que se encuentran bajo la filosofía de la inversión inteligente en valores y análisis seguro de las inversiones.

3. PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN:

¿Qué metodología utiliza Warren Buffett para determinar que un negocio se encuentra, o no, en condiciones adecuadas para invertir en éste con expectativas de obtener grandes beneficios en el largo plazo?

4. MARCO TEÓRICO

Este proyecto utilizará como marco teórico de apoyo de la teoría de inversión en valor: la inversión segura con margen de seguridad, inversión en crecimiento desde un punto de vista cualitativo, flujo de caja descontado, valoración relativa, indicadores financieros, CAPM, Teoría del mercado eficiente y Teoría de Portafolios de Harry Markowitz.

Para comprender cómo la filosofía de inversión de Warren Buffett se ha estructurado, se hizo necesaria la lectura de los autores que más han influido en su forma de ver el mundo de los negocios y el mercado en general. Entre los autores que han impactado su acercamiento al mundo de los negocios y las inversiones, se encuentran: Benjamin Graham, Philip A. Fisher, John Maynard Keynes, Adam Smith, John Burr Williams, entre otros. Por otro lado, se consultaron autores que han escrito sobre su enfoque de inversión en los negocios que por más de cuarenta años ha ido

adquiriendo y vendiendo. Entre estos autores se encuentran: Mary Buffett, David Clark, Robert G. Hagstrom (primera y tercera edición de su libro), Justin Fox y James O'Loughlin.

A continuación se presenta una breve descripción de ideas principales de algunos de los anteriores autores mencionados para la comprensión de su filosofía:

4.1 El inversor inteligente, Benjamin Graham (1945)

El Inversor Inteligente es quizás el libro que más influencia tubo sobre Buffett, pues antes de éste su metodología estaba basada en una serie de supuestos parecidos a los que la mayoría de especuladores e inversores dominaban en aquel momento. En 1950 Warren Buffett toma por primera vez el libro de Graham, abriendo de esta forma la visión que tenía sobre el mercado de valores y dándole bases fuertes que serían los pilares de sus inversiones más importantes.

Para Buffett los tres capítulos que le cambiaron la forma de pensar sobre el mercado de valores y las inversiones fueron el capítulo 1, el capítulo 8 y el capítulo 20. En el primer capítulo Graham hace una comparación entre lo que para él era un especulador y un inversor. El inversor se caracterizaba por hacer operaciones de inversión, a saber: “una operación de inversión es aquella que, después de realizar un análisis exhaustivo, promete la seguridad del principal y un adecuado rendimiento. Las operaciones que no satisfacen estos requisitos son especulativas.” Lo que sea diferente a esta definición de inversión, en su gran mayoría, puede ser calificada como una especulación. Es una definición contundente y que para ese momento aclaraba muchas cosas que el mercado las veía como normales; antes de

este libro a un especulador era fácil llamarlo inversor y a un inversor se lo podía confundir como un especulador sin caer en cuenta de la diferencia entre ambos.

En el capítulo 8 Benjamin Graham (1945) hace una analogía para explicar cómo funciona el mercado de tal forma que es sencillo y práctico de entender, dice: “Imagine que usted es propietario de una pequeña participación en una empresa no cotizada en bolsa que le cuesta 1.000 USD. Uno de sus socios, llamado Sr. Mercado, es muy atento. Todos los días le dice lo que considera que vale su participación, y adicionalmente se ofrece a comprar su participación o a venderle una participación adicional con arreglo a esa valoración. En ocasiones su idea de valor parece razonable y justificable atendiendo a los acontecimientos empresariales y a las perspectivas que usted conoce. Frecuentemente, por otra parte, el Sr Mercado se deja llevar por su entusiasmo o por sus temores y el valor que propone parece que raya en lo absurdo”.

Es simple, el mercado fija unos precios diariamente y propone diferentes escenarios en los que tanto especuladores, como inversionistas, se ven expuestos. En ocasiones estos precios están por las “nubes”, en otros momentos los precios se encuentran muy por debajo de lo que en realidad vale una posición en determinados activos financieros. Esto le enseñó a Buffett que el mercado, de acuerdo al humor de inversionistas y especuladores, fluctuará por encima y debajo del precio justo de las diferentes organizaciones.

El margen de seguridad se aborda en el capítulo 20, en el cual Graham asiente diciendo que “Éste es el hilo que recorre toda la exposición sobre política de

inversión, frecuentemente de manera explícita, y en ocasiones de una forma menos directa”.

El margen de seguridad es una de las máximas de Benjamin Graham y también de su pupilo. El margen de seguridad, es el *gap* que hay entre el valor intrínseco de la compañía y el precio de mercado. Entre más grande sea esta diferencia mayor va a ser el margen de seguridad, y por lo tanto menor va a ser el riesgo de comprar un activo financiero a unos precios altos. Lo ideal es que el valor intrínseco exceda en buena medida al valor de mercado, en esta situación hay margen de seguridad.

Cuando se habla de valor intrínseco para Graham, se hace referencia a que las cifras de la empresa en lo posible sean mayores que las cifras del mercado, entre estas: activo circulante, valor en libros, P/E muy bajos, entre otros. Tanto Graham como Buffett, mantuvieron en todo momento la idea de margen de seguridad para realizar sus inversiones.

En el resto del libro, no menos importante, Graham expone ideas de cómo acercarse al mercado, cómo invertir en acciones preferenciales, cómo invertir en bonos y otros activos financieros. También explica de qué forma hay personas que deben adoptar métodos defensivos y otros métodos emprendedores para invertir en los diferentes mercados.

4.2 Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios, Philip A. Fisher (2003)

Éste libro es otro de los cimientos de la inversión en acciones para Warren Buffett. Phillip Fisher (2003) ha desarrollado una visión diferente de las acciones y los negocios que subyacen a estas. No solo porque las acciones se vean atractivas

quiere decir que son buenas inversiones a largo plazo, pues hay quince factores para Fisher que deben estar presentes para que una inversión sea un negocio sensato. Puede que varias empresas no cumplan con los quince puntos, pero el autor dice que deben por lo menos, contener la mayoría de ellos. A continuación se hace una breve exposición de los quince puntos, dado que son la columna vertebral del libro:

1. ¿La empresa ofrece productos o servicios con el suficiente potencial comercial como para hacer posible un incremento considerable en las ventas durante varios años? Con esta pregunta Philip se refería a la capacidad con que una empresa cuenta para hacer frente a los nuevos retos que le presenta el entorno en el que se desenvuelve. Dice además que las empresas que experimentan crecimientos durante prolongados periodos de tiempo se encuentran en dos grupos: las que son “afortunadas y capaces” y las que son “afortunadas porque son capaces”. Las primeras han sido capaces de abrirse paso en el sector en el que operan, pero además han sido afortunadas debido a factores externos que han aumentado en gran medida la demanda de sus productos. Las segundas, han sido afortunadas porque han logrado explotar y desarrollar el potencial que dentro de ellas se encuentra para conseguir un crecimiento prolongado.
2. ¿Está la dirección decidida a seguir desarrollando productos o procesos que seguirán aumentando todavía más los potenciales de ventas cuando los potenciales de crecimiento de las líneas de producto actualmente atractivas hayan sido ampliamente explotadas? Es decir, si la empresa busca con su

departamento de investigación y desarrollo, nuevos avances en los productos que han sido exitosos y la creación o modificación de los nuevos productos exitosos.

3. ¿Qué eficacia tienen los esfuerzos de investigación y desarrollo de la empresa en relación a su tamaño? Este es un asunto de difícil medida, debido a que no hay cifras exactas que reflejen cuanto de lo invertido en investigación y desarrollo se le atribuye a las ventas futuras. Fisher recomienda dividir la cifra de investigación y desarrollo entre las ventas del año siguiente. Sin embargo, se plantean varias dudas cuando se revisa este rubro para las organizaciones, dado que según Philip, muchas de ellas hacen una asignación de costos a este departamento de forma errónea.

También a la luz de esta pregunta recomienda ser muy cautos en el momento de revisar los recursos invertidos en investigación de mercados, ya que de una buena investigación de mercados, depende en buena proporción que los costos de investigación y desarrollo se cubran con holgura o que en determinado caso ni siquiera se alcance a cubrir.

4. ¿Tiene la empresa una organización de ventas por encima de la media? El énfasis en esta pregunta se hace en la fuerza de ventas; las personas que conforman el equipo de ventas. Para dar solución a la difícil tarea de medir este esfuerzo, el autor invita a buscar esta información por fuera de la empresa con proveedores y clientes, prometiendo de esta forma unos resultados satisfactorios en cuanto a la calidad del equipo de ventas de la organización en cuestión.

5. ¿Tiene la empresa un margen de beneficio que vale la pena tener en cuenta?

Se recomienda dar una importancia adecuada a esta pregunta, pues dice Fisher que las empresas que en realidad están en el grupo de las grandes inversiones gozan de márgenes de beneficio por encima de la media. Deja constancia por otro lado, sobre las empresas cuyos márgenes de beneficio son estrechos y que en tiempos de bonanza presentan unos crecimientos fuera de lo normal.

6. ¿Qué hace la empresa para mantener o mejorar los márgenes de beneficio?

Fisher explica en esta pregunta que uno de los temas más importantes cuando se piensa en invertir, es la capacidad que tiene la empresa para mantener los márgenes y mejorarlos con el paso del tiempo. En periodos de escases puede que algunas industrias se beneficien por la capacidad que tienen de aumentar los precios debido al aumento de la demanda, sin embargo, esto atrae a los productores a inundar el mercado hasta que la demanda vuelve y se estabiliza. Por lo tanto, las empresas que logran mantener los mejores márgenes durante periodos de bonanza y periodos de escases, son las empresas en las que el inversionista debe poner más atención.

7. ¿Tiene la empresa un personal óptimo y unas excelentes relaciones laborales?

Las buenas relaciones son necesarias para una sinergia de crecimiento al interior de las organizaciones. Empresas con sindicatos que se oponen constantemente a las directivas, no son buena señal para el inversor. Aunque las empresas pueden tener sindicatos, debe haber evidencias de que

los sindicatos tienen unas buenas relaciones con las directivas y que las directivas respetan y son justas con los sindicatos.

8. ¿Tienen los directivos de la empresa unas relaciones excelentes entre ellos?

Las relaciones de los altos mandos deben ser de primera calidad, considerando que sobre ellos está la responsabilidad de sacar adelante nuevos proyectos y mantener los anteriores. El personal debería ver a sus ejecutivos con confianza, de tal forma que se sientan bien tratados. Así mismo dentro de la empresa se deben promover los ascensos a los más capaces y no a los que más afinidad tienen con los que los nombran en los nuevos cargos. Deben también gozar de salarios competitivos y que estos sean aumentados en la medida que se lo merezcan las personas y sin necesidad de que algún ejecutivo tenga que mirar para arriba en busca de un aumento, simplemente que llegue porque así lo requiere el cargo.

9. ¿Tiene la empresa la suficiente capacidad directiva? La capacidad directiva

según el autor se debe revisar desde el punto de vista de la preparación para delegar. Si los directivos están preparados para el crecimiento o si por el contrario hay un orgullo de por medio que impide que las personas dentro de la organización puedan tomar sus propias decisiones. Y por otro lado, con que tanta fluidez se distribuye la información al interior de la empresa y con qué actitud los que reciben las ordenes desarrollan sus tareas. Dependiendo de estos principios se debe evaluar si invertir o no en un determinado ambiente.

10. ¿Qué calidad tienen los análisis de costes y los controles de contabilidad de la

empresa? La contabilidad y el análisis de costos les permiten a las directivas

de la empresa tomar las decisiones adecuadas sobre sus productos, tanto para reducir costos como para fijar los precios.

11. ¿Hay otros aspectos del negocio, de alguna manera específicos del sector determinado, que puedan dar pistas al inversor sobre lo excepcional que puede ser la empresa en relación con sus competidores? Es un factor complejo de determinar debido a que en ciertas empresas las ventajas que le dan una mejor posición en su sector, las mismas para otras empresas no aplican. Fisher pone el ejemplo de las patentes en la industria farmacéutica, resalta la importancia de que no solo se debe evaluar este factor competitivo aisladamente de la organización, debido a que las patentes tienen un límite de tiempo y esto puede que no funcione para los siguientes años. Entonces el inversor debe saber en qué lugares ocasionales hay oportunidades que la empresa está aprovechando y hacen que esté muy por encima de la competencia.
12. ¿Tiene la empresa una previsión a corto o a largo plazo en relación a los beneficios? Si la empresa está enfocada al largo plazo en ciertos momentos sacrificará los beneficios a corto plazo por unos beneficios mayores de largo plazo para los próximos años. Las empresas que tiene una visión de corto plazo, están constantemente en búsqueda de ganancias a corto plazo y dejan muchas veces de un lado las relaciones de largo plazo tanto con proveedores como clientes, por obtener beneficios de corto plazo.
13. En el futuro previsible, ¿requerirá el crecimiento de la empresa la suficiente financiación de capital para que el mayor número de acciones entonces en circulación cancelen el beneficio de los accionistas actuales por este

crecimiento anticipado? En este punto Philip evalúa la capacidad que la empresa va a tener en un futuro para financiar un crecimiento en sus operaciones y recalca que se debe ser cuidadoso si la empresa no puede acceder a unos créditos moderados y le toca aumentar su base de capital. En tal caso, el inversionista está arriesgando las ganancias futuras dado que se podrían repartir entre un mayor número de accionistas, y una directiva que ponga en marcha ese plan, está dejando que las acciones pierdan su valor.

14. ¿Habla la dirección libremente sobre sus asuntos cuando las cosas van bien, pero se cierra en banda cuando aparecen los problemas y las decepciones? Las empresas excepcionales se encuentran en todo momento desarrollando nuevos productos y procesos para cuando lleguen los bajones, se salga de ellos de la mejor forma posible. Es justo en estos momentos de apretones donde las directivas deben mostrar su mejor disposición frente a los accionistas y reconocer sus errores de igual forma que sus aciertos. Una dirección que mantiene esta actitud es a largo plazo, es una dirección que cosechará frutos resultado de estas situaciones mucho mayores que los esperados.

15. ¿Tiene la empresa un equipo directivo con una integridad incuestionable? Dado que la persona que está más cerca del capital es el director de la empresa, se hace necesario contar con una directiva con un historial impecable y comprometido con los accionistas. Hay diversas formas de que estos, para beneficio propio, malgasten la utilidad de los accionistas y en vez de maximizar las ganancias de los accionistas, maximizan sus propias ganancias e intereses. Los catorce puntos anteriores pueden estar presentes

en una organización, pero si el punto quince no es una virtud de la empresa, pues los otros catorce se vuelven irrelevantes.

Es de esta forma como Philip Fisher evaluaba las empresas en las que él estaba interesado. Para los puntos en los cuales la información no estaba publicada en las memorias anuales o en los diarios, Fisher se valía de la rumorología. Este método consistía en consultar con proveedores, clientes y empleados, todas las inquietudes que se pudieran tener sobre los negocios por los cuales él estaba interesado en invertir.

4.3 Buffettología, Mary Buffett y David Clark (2000)

De acuerdo con los autores la filosofía de inversión de Warren Buffett es una mezcla entre dos métodos de inversión principalmente, propuestos por Benjamin Graham y Philip Fisher. El primero se fijaba principalmente en empresas que estuvieran baratas de acuerdo a los números presentes en los informes de las empresas en las que él pensaba era el momento adecuado para invertir. Sin embargo, no hacía mucho caso a la dirección de la empresa y a la capacidad de la misma, por sus actividades económicas, de seguir generando flujos de efectivo futuro de largo plazo. Simplemente esperaba a que sucedieran dos cosas posibles o, el precio llegaba al valor intrínseco que él esperaba o la empresa se liquidaba y él podía acceder a los activos netos, que por lo general eran mayores que el precio de mercado. Graham también, según Mary, le aportó a Buffett la forma de ver las inversiones como negocios y no como simples papeles que otorgaban un poder al portador, que a su vez sería uno de los pilares en toda la filosofía de inversión de Warren Buffett.

Por su parte Philip Fisher era lo contrario que Ben Graham, no le prestaba tanta atención a los números de las empresas (aunque se leía todos los informes que podía). Más bien tenía un método de acercamiento basado en la rumorología, pues hablaba con todos los interesados en la organización, siempre mirándola como un negocio en movimiento y no como un índice que fija precios todos los días. Fisher le daba mucha importancia a la gerencia, la fuerza de ventas y al ambiente organizacional, buscando siempre el crecimiento en las empresas y cómo las decisiones y sinergias de la empresa, influían en el mismo.

Justamente la confluencia de ambos autores en Warren Buffett es lo que permiten ver Mary y David en este libro. Buffett aplica las principales cualidades tanto de Ben, como de Philip, para aproximarse a las empresas por las cuales está más interesado. Ambos autores tenían algo en común y que Warren también aplicaría posteriormente y es evidente que es uno de los principios de este método de inversión y es la visión de las empresas detrás de las acciones, como negocios generadores de beneficios, más no como índices que marcan precios diarios en las principales Bolsas del mundo.

También dicen los autores, Buffett se vio influenciado por John Burr Williams , matemático, financiero y filósofo de los años treinta quien fue autor de *The Theory of Investment Value* (1945). Libro en el que se expone el descuento de los dividendos futuros que un ente económico puede generar para los interesados como se menciona antes en este proyecto.

Por otro lado, también otro economista que influyó en su teoría de portafolio fue el británico John Maynard Keynes, de quien Warren además extrajo el concepto de la cartera reducida -y de la importancia de aprender bien un área y no apartarse de ella (Buffettología pg 30)-.

A continuación se exponen los puntos que para Mary Buffett y David Clark son parte del método de valoración de Warren Buffett y hacen que sea el valor agregado del libro:

- Test para determinar a simple vista si se pueden predecir los beneficios:
 - Dividendos crecientes.
- Test para determinar su tasa de rentabilidad inicial:
 - dividendo sobre precio (Yield).
- Test para determinar la tasa de crecimiento de los beneficios por acción:
 - Tasas compuestas anuales de los beneficios de la empresa durante los últimos diez y cinco años.
- Determinar el valor de una empresa en relación a las obligaciones del gobierno:
 - Dividendo dividido la tasa de las obligaciones del Estado.
- Test de tasas elevadas de rentabilidad sobre los capitales propios:
 - ROE

El libro, además, plantea estos cinco pasos como el método de acercamiento de Warren al mercado de valores, teniendo en cuenta las filosofías de Fisher, Ben Graham, Charlie T Munger, entre otros.

4.4 The Warren Buffett Way

A principios de 2014 Robert G Hagstrom lanza al mercado la tercera edición de este libro, actualizando y modificando varios puntos desde su primera edición (Gestión

2000, 1998). En su libro se refiere a las diferentes estrategias utilizadas por Warren Buffett para invertir, creando lo que para él son los principios fundamentales de inversión y se mencionan a continuación en forma resumida:

- Principios de negocio:
 - ¿Es el negocio simple y entendible?
 - ¿Tiene el negocio una historia operativa consistente?
 - ¿Tiene el negocio una expectativa de largo plazo?
- Principios de gestión del negocio:
 - ¿Es racional la dirección?
 - ¿Es la dirección franca con los accionistas?
 - ¿La administración se resiste al imperativo institucional? El imperativo institucional es lo que todos los directivos de las otras organizaciones hacen porque sus pares hacen lo mismo, sea beneficioso o no para la empresa.
- Principios Financieros
 - Centrarse en el rendimiento del capital, no en los dividendos por acción
 - ROE
 - Calcular los “beneficios del accionista”
 - Beneficios del accionista = Utilidad neta, más depreciación y amortización, menos necesidades de inversión de capital.
 - Buscar empresas con grandes márgenes de beneficio
 - Margen bruto
 - Margen operativo
 - Margen neto
 - Asegurarse que la empresa ha creado por lo menos un dólar de valor de mercado por cada dólar retenido
 - La suma de las utilidades retenidas $\leq 1 \times$ valor de mercado
- Principios de mercado
 - ¿Cuál es el valor del negocio?
 - Flujo de caja descontado a la tasa libre de riesgo del mercado.
 - ¿Puede ser adquirido el negocio con un descuento significativo de su valor? El descuento significativo debería ser mayor a un 30% del valor de mercado. Solo así se garantiza un margen de seguridad.

Robert analiza las inversiones de Warren Buffett desde antes de 1973 hasta el 2013, teniendo como marco rector los principios de inversión. No todos los principios se

han aplicado en todas las adquisiciones realizadas por Buffett, sin embargo, la gran mayoría de ellos se han aplicado para llegar a unos beneficios duraderos de largo plazo en cada una de las compras.

Hagstrom es consciente de que Warren ha ido cambiando su técnica de inversión y lo ha venido haciendo en la medida que ha ido aprendiendo más y más sobre los temas críticos a la hora de comprar una compañía o parte de ella, sin dejar de un lado los principios fundamentales que para casi todas las empresas son aplicables como por ejemplo el margen de seguridad a la hora de realizar una inversión.

Hacia el final del libro Robert habla de un importante factor de la filosofía de inversión de Buffett, a saber, se refiere específicamente a la baja rotación del portafolio. Argumenta en su escrito, que la alta rotación del portafolio genera desgaste del capital y falta de horizonte de largo plazo para la inversión.

4.5 OTRAS TEORIAS

Según lo encontrado en algunos escritos de Warren Buffett su teoría de inversión se contrapone a las teorías modernas dado que su enfoque está basado en el negocio que subyace a las organizaciones, y la experiencia recogida durante sus años de inversión, en la cual se ha dado cuenta que el mercado está muy lejos de ser eficiente en el corto plazo y que por momentos le pone a los diferentes activos financieros unos precios irracionales de los cuales se puede obtener grandes beneficios si se adquieren en el momento adecuado. A continuación se exponen algunas de estas teorías brevemente:

4.5.1 Teoría de Portafolio de Harry Markowitz

La teoría de Markowitz con base en los portafolios modernos publicada en 1952 propone que el inversionista debe abordar la cartera como un todo, estudiando las características de riesgo y retorno global, en vez de elegir valores individuales en virtud del retorno esperado de cada valor en particular.

En su modelo (Markowitz 1952), dice que los inversionistas tienen una conducta racional a la hora de seleccionar su cartera de inversión y por lo tanto siempre buscan obtener la máxima rentabilidad sin tener que asumir un nivel de riesgo más alto que el estrictamente necesario. Por último, para poder integrar una cartera de inversión equilibrada lo más importante es la diversificación, ya que de esta forma se reduce la variación de los precios.

4.5.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

El CAPM es un modelo de equilibrio general que se emplea para determinar la relación existente entre la rentabilidad y el riesgo de un portafolio o un título cuando el mercado de capitales se encuentra en equilibrio (Castillo y Lama, 2007). El modelo asume, entre otras cosas, que todos los inversionistas en el mercado determinan el portafolio óptimo empleando el enfoque de Markowitz.

El modelo CAPM tiene un planteamiento sencillo, y se sustenta en una serie de supuestos sobre el mercado de capitales. A pesar de que los supuestos del modelo no necesariamente se cumplen en la vida, la capacidad predictiva del modelo ha demostrado ser efectiva. Los diez supuestos que se emplean son los siguientes:

1. Los inversionistas evalúan los portafolios tomando en cuenta los retornos esperados y la desviación estándar de los diversos portafolios en un horizonte de un periodo.
2. Existe la no saciedad entre los inversionistas. Esto quiere decir que dados dos portafolios idénticos, siempre se escogerá el de mayor rendimiento esperado.
3. Los inversionistas son adversos al riesgo. En dos portafolios dados los inversionistas escogerán el de menor desviación estándar.
4. Los valores son infinitamente divisibles. Si un inversionista lo desea puede adquirir la fracción de una acción.
5. Existe una tasa libre de riesgo a la cual el inversionista puede invertir o pedir préstamos.
6. Los impuestos y los costos de transacción son irrelevantes (lo cual no es cierto).
7. Todos los inversores tienen el mismo horizonte de un periodo.
8. La tasa libre de riesgo es la misma para todos los inversionistas.
9. Existe información perfecta.
10. Los inversionistas tienen expectativas homogéneas

Los supuestos del CAPM como es posible observar describe situaciones extremas. Sin embargo, el modelo es un buen estimador de rendimientos y riesgos.

4.5.3 Teoría del Mercado Eficiente

Eugene Fama (1965) definió los mercados eficientes como un "juego equitativo" en el que los precios de los títulos reflejan completamente toda la información disponible. Esto es, si los mercados son eficientes, los títulos están valorados para proporcionar un rendimiento acorde con su nivel de riesgo (José R. Aragonés y Juan Mascareñas, 1994).

Según esta teoría en todo momento la discrepancia entre valor de mercado y valor real no es posible que se de, debido a que los inversionistas y especuladores en todo momento tienen a su disposición la información

necesaria para evaluar los precios de las compañías y del mercado en general.

5 METODOLOGÍA UTILIZADA POR WARREN BUFFETT

La metodología de Warren Buffett, como se ha podido observar en este proyecto, se ha cristalizado con la ayuda de varias ideas de inversionistas como Benjamin Graham y Phillip Fisher, y su capacidad de aprender constantemente de las montañas de informes, revistas, libros y periódicos que anualmente devora. Además es admirado por su disciplina y racionalidad al hablar de negocios, dos virtudes que han hecho de él una de las personas más adineradas del mundo.

Después de mucho tiempo de estar sumergido en el mundo de las inversiones Buffett se conoce con Charles T. Munger, su actual socio y codirector, que con su gran capacidad de análisis y su reconocida habilidad para sintetizar grandes ideas, convence a Buffett de que las empresas que debe comprar deben tener unas características económicas por encima de la media y lo aleja del enfoque de Graham de comprar empresas solo porque los números y los ratios dicen que están baratas.

De forma sencilla se dice que lo que Warren Buffett está buscando constantemente en las inversiones que realiza es una discrepancia entre *Intrinsic Value* y *Market Value*. Entre más grande sea esta diferencia menor será el riesgo al que se encuentra expuesto el inversionista y, a largo plazo, mayor será la recompensa esperada. En sus propias palabras consiste en “comprar un dólar por cuarenta centavos”.

Intrinsic Value es el valor económico que una compañía tiene debido a su capacidad de generar beneficios futuros, descontados a una tasa adecuada al momento presente. En palabras de Buffett lo define como: “el valor descontado de los beneficios que pueden ser tomados durante el resto de la vida del negocio”. Por otro lado, *Market Value* es el precio que el mercado fija debido a la oferta y demanda diaria en la bolsa y es aquel que los involucrados están dispuestos a pagar en el presente por un determinado activo financiero.

Para encontrar *Intrinsic Value*, Buffett solo se fija en el círculo de competencias empresariales en las cuales es fuerte. Cuando se refiere al círculo de competencias, habla de aquellos negocios que puede entender y de los cuales puede, con cierta precisión, predecir los beneficios futuros. Las empresas que no gozan de algunas características con las cuales él se siente cómodo, simplemente no les dedica tiempo y energías, se concentra en aquellas a las que si entiende. Esta es la razón de porque no está metido de lleno en las empresas tecnológicas, no las entiende y por lo tanto, no las compra ni se aproxima a ellas.

Una vez comprende el negocio en el que se encuentra la empresa a la que está analizando y define como genera beneficios, Warren Buffett se toma un tiempo prudencial a conocer el directivo encargado de llevar el día a día de la organización. Él cree (y con mucha razón) que si el directivo no es una persona correcta y enfocada hacia los accionistas, todas las energías dedicadas a investigar la organización, son una pérdida de tiempo. Mejor se concentra en aquellas empresas en las que sus directivos son de primera calidad. La importancia que le da a este

tema se nota en las memorias anuales de Berkshire Hathaway, le dedica páginas enteras a recomendar y cuestionar a los directivos que dirigen sus negocios.

Después de estar en este ambiente en donde conoce el entorno en el que se encuentra la empresa que va a adquirir y a los directivos, Buffett inicia una revisión minuciosa de los factores económicos que hacen que la empresa se mantenga de hoy a diez, veinte o treinta años. Este tipo de empresas tienen por lo general algunas características que las hace superiores a las demás, por ejemplo: un producto sobre el cual se goza de la patente, una dirección sobresaliente, un servicio que lo provee una sola empresa de tal forma que se vuelve necesario para la humanidad, empresas con áreas de investigación únicas, economías de escala difíciles de imitar, entre otras características que constantemente está buscando.

Al análisis económico viene atado el análisis numérico de la empresa en cuestión que se encuentra directamente relacionado con los estados financieros. Warren Buffett recomienda ver la empresa en un periodo importante de años, no solamente por los últimos dos o tres, de esta forma se puede observar cómo ha reaccionado la empresa ante situaciones adversas. Sin embargo, aclara que no es suficiente concluir, con los números de años pasados, que la empresa va a seguir creciendo y desarrollándose de igual forma en años futuros.

A la luz de los informes anuales, de los libros escritos sobre él y algunas entrevistas realizadas por periodistas en Estados Unidos, se converge en factores que le interesan desde el punto de vista cuantitativo. Entre los factores más relevantes a la hora de evaluar el desempeño de una empresa, Buffett busca que el apalancamiento

de esta organización este muy cercano a cero, aunque en varias inversiones que ha realizado es evidente que algunas de estas se encuentren apalancadas con préstamos bancarios. Sin embargo, o son préstamos bajos o la empresa que lo toma los puede cancelar con gran facilidad. Las empresas que no se endeudan lo hacen en buena medida gracias a su flujo de caja y esto refleja bienestar financiero.

Además de un bajo apalancamiento financiero, Warren está buscando grandes márgenes en el estado de resultados, ya que estos reflejan la eficiencia con la cual una empresa minimiza sus costos y si son mayores que la media del sector, seguramente este tipo de organización posee alguna capacidad que las otras no para generar unos beneficios mayores a menores costos. Tanto los márgenes altos como el bajo apalancamiento financiero se exponen (ver tabla 1) en cinco empresas en las cuales Buffett invirtió y que conserva actualmente. A excepción de American Express (Amex), que es una empresa de servicios financieros en donde el apalancamiento es *all equity*. Geico, Gillette, Gannett y Disney, gozan de una deuda baja en comparación a su patrimonio y altos márgenes. Estas cinco empresas fueron tomadas de forma aleatoria entre sus inversiones, cada una de ellas en el año en que realizó su primera compra.

El retorno sobre la inversión es otro de los factores que tiene en cuenta cuando revisa la inversión en una empresa, ya sea para adquirirla toda o para adquirir una parte de ella. Entre más alto sea este porcentaje, mucho más atractiva se vuelve la inversión en la empresa, debido a que la recuperación del capital invertido es más rápida. Es importante resaltar que la forma en que Warren Buffett se acerca a las empresas es con la óptica del hombre de negocios y que él las valora como si las

fuera a adquirir por completo, así solo sea para comprar una participación minoritaria o en su totalidad y el horizonte de venta de la inversión en palabras suyas es “nunca”.

Si la empresa cuenta con las características anteriores y además demuestra un crecimiento en los últimos 10 y los últimos 5 años por encima de la media, se convierte en el tipo de inversión que él no dejaría pasar por alto. Aunque el crecimiento no es perpetuo, se puede esperar que la empresa que demuestre un crecimiento adecuado lo puede seguir haciendo en promedio durante al menos algunos años hasta que alcanza un gran tamaño y comienza a crecer muy parecido a la economía por la que se encuentra rodeada.

El orden en que Buffett revisa cada uno de los factores para la inversión de valor no es conocido y muy seguramente no lo tenga establecido de una forma rigurosa de acuerdo con la evidencia que se tiene, por lo tanto, lo importante es cubrir la mayoría de ellos de una forma coherente y de acuerdo a la información suministrada. ¿cómo llega entonces Warren Buffett, después de hacer el análisis y comparar empresas, a determinar cuál es el *Intrinsic Value* de una compañía?

Para dar respuesta a esta pregunta es necesario entender que la filosofía de inversión empleada por él dista mucho de las teorías que hoy en día se enseñan en las finanzas modernas, sin decir que estas últimas sean efectivas o no. En un artículo de la versión editada de una conferencia pronunciada en Columbia University en 1984, Buffett deja evidencia de esto diciendo lo siguiente:

“Los que estuvieron bajo la tutela de Graham y Dodd, están muy lejos de ocuparse ni de betas, ni de modelos de determinación de precios de activos de capital, ni de covarianzas de rendimientos entre valores. De hecho la mayoría de ellos tendría dificultades para definir esos términos. Ellos se centran simplemente en dos variables: Precio y Valor”.

Se deduce que las teorías del CAPM y de Portafolios Eficientes no están dentro de sus análisis para determinar el valor de una empresa o un grupo de ellas, lo ha dicho en este artículo y lo ha mencionado en conferencias y entrevistas. Para el modelo del CAPM no comparte que este incluya dentro de su análisis una serie de supuestos como el del beta. En el mismo artículo mencionado arriba, expone un ejemplo de una de sus compras, The Washington Post, uno de los diarios más grandes de EE.UU hoy en día. El Post se vendía a 80 millones de dólares para cuando Buffett lo compró, sin embargo, decía: “si el Post hubiera bajado a 40 millones de dólares, para mi hubiera sido favorable ya que lo valoraba en 400 millones de dólares, pero para los que analizan con el beta, hubiera implicado un mayor riesgo dado este último aumenta”.

Lo que Warren Buffett hace para llegar a un precio de compra, después de haber realizado el análisis de los puntos anteriores, es determinar en primer lugar si la empresa está en crecimiento y por cuánto tiempo va a seguir aproximadamente en esta dinámica, para así tenerlo en cuenta en la tasa con la que descuenta los flujos futuros. Después determina lo que para John Burr Williams (1945) es la utilidad del accionista, a saber: Beneficios netos, más las partidas que no implican movimientos

de efectivo pero que se contabilizan, menos las necesidades de inversión que tendrá la empresa el próximo año.

Una vez determinada la utilidad del accionista, Buffett descuenta los flujos futuros esperados a perpetuidad, que es la misma utilidad del accionista descontada a la tasa libre de riesgo de los bonos de largo plazo de EE.UU (que es su costo de oportunidad), así lo expresó en la asamblea anual de accionistas en 1997:

“We use the risk-free rate merely to equate one item to another. In other words, we’re looking for whatever is the most attractive. In order to estimate the present value of anything, we’re going to use a number. And, obviously, we can always buy government bonds. Therefore, that becomes the yardstick rate.”

La fórmula con la cual calcula el valor de la empresa, sería la siguiente:

$$V = \frac{Uta}{i-g}$$

Donde Uta es la utilidad del accionista, i es la tasa libre de riesgo del gobierno de los Estados Unidos y g es la tasa de crecimiento de la empresa que en ocasiones puede ser igual a cero.

En esta fórmula hay varios supuestos, entre ellos, que los beneficios de aquí en adelante serán iguales con un crecimiento constante, que por lo general se aleja de la realidad. El segundo supuesto importante, es que para Warren una empresa tiene la misma probabilidad de pago de sus beneficios, y no hay riesgo, al igual que los bonos del gobierno. Su argumento para utilizar esta tasa de descuento se centra en el margen de seguridad, debido a que si descontando los beneficios futuros el valor de la empresa le da un número X , él solo comprará la empresa si la puede conseguir

por ejemplo, a $X * \%$ donde $\% > 30\%$ o 40% . En palabra quiere decir que el margen de seguridad, la diferencia entre *Intrinsic Value* y *Market Value*, debe ser lo suficientemente grande para eliminar el riesgo de mercado. Entonces aquí es cuando Warren está dispuesto a comprar.

En ocasiones cuando las tasas del bono del gobierno están muy por debajo de lo deseado, Buffett ajusta este interés para reflejar el valor de la empresa de una forma más asentada a la realidad económica. Además, las empresas pueden tener fases de crecimiento dependiendo del punto en el que se encuentre. Según Robert G. Hargstrom (1998), en varias ocasiones Warren Buffett ha utilizado el flujo de caja descontado en dos fases, que consiste en poner a crecer los flujos de fondo de los primeros años a una tasa más acelerada y la perpetuidad después de estos años, a una tasa acorde a la economía en la que se encuentra la empresa.

De acuerdo a esta metodología revisada y a las investigaciones que en este campo de la inversión en valor se han realizado, este es un compendio de varios escritores que componen su teoría y otros que la miran desde una óptica exterior, que por los hechos de Berkshire Hathaway se acercan con veracidad ante el historial recorrido por la empresa y su director.

6 UNA APROXIMACIÓN A LA PRÁCTICA

Para demostrar la consistencia de la metodología de la inversión en valor propuesta por Warren Buffett, se han revisado 9 empresas de acuerdo a 24 variables seleccionadas de la bibliografía encontrada, en el año que cada una de ellas fue adquirida, y en su mayoría, sectores diferentes entre sí (ver tabla 2).

En primer lugar el tamaño de todas ellas es importante y se puede observar tanto en las ventas, como en el valor en libros. Además son empresas que han estado en marcha desde años antes de que Buffett adquiriera participación en ellas y por lo tanto ha podido conocer su historial de operaciones. Con este historial de operaciones él ha estudiado cuáles han sido las reacciones que ha tenido el mercado en los años en los cuales hubo crisis y en los años que la economía estaba en buena forma.

En segundo lugar, se verifica cómo fueron los dividendos, el valor en libros por acción y el precio de la acción en el momento de compra. Esta es la primera revisión que se hace, después de ver las ventas y la utilidad neta, con el fin de ver que tan grande es el dividendo en comparación con el precio de venta en el momento de compra. Así se podría pensar que si el dividendo es alto y el precio bajo, el *yield* alto (dividendo dividido precio) aseguraría una rápida recuperación de la inversión como fue el caso de Coca Cola en 1988 con un *Yield* de 8% solo por la compra de las acciones en aquel momento, mientras que Pepsico solo reflejaba un 2,14% (ver tabla 3).

Después se revisan los márgenes, para identificar de qué forma la empresa está administrando sus costos. Esta es una de las principales características en las compras realizadas por Warren, la mayoría de las nueve empresas revisadas, cuentan con unos costos por encima de la media de sus competidoras (ver tablas 3, 4, 5 y 6), lo que permite evidenciar que es una fortaleza que se debe buscar cuando se compra una participación en un negocio, sus márgenes deben ser amplios dado que refleja la eficiencia de la organización.

Una vez revisados los márgenes, se revisan las principales razones del balance financiero. La primera es la razón corriente con el fin de saber con qué facilidad la empresa es capaz de cubrir sus pasivos de corto plazo con sus activos de corto plazo. La segunda es la razón de deuda, Warren Buffett le presta mucha atención a esta razón dado que le dice que tan endeudada con respecto a los activos, se encuentra la empresa en estudio. En este caso empresas como Johnson and Johnson y Sanofi (ver tablas 2 y 6), presentan las razones de deuda más altas, lo que quiere decir que con sus activos cubrirán fácilmente a sus pasivos y que el dinero invertido, presenta un menor riesgo de ser cobrado por terceros diferentes a los accionistas. De hecho hoy en día estas dos empresas, mucho después de la compra de Warren, siguen siendo muy rentables y buenas inversiones.

El ROE compone el análisis de Buffett y es otra de las variables críticas a la hora de tomar sus decisiones de inversión. El retorno sobre la inversión permite ver con qué facilidad la empresa va a devolver a los inversionistas su dinero invertido, entre más grande sea este mucho mejor, por lo tanto empresas con ROE alto como Coca Cola, Geico, Guillette, P&G y Gannett (ver tabla 1 y 2), han hecho que Warren recupere su dinero invertido de forma rápida. Además, aparte de tener el ROE alto, año a año estas empresas crecen al mismo ritmo, lo que hace que con esos retornos, las inversiones sean recuperadas aun más rápido.

A continuación, viene la valoración de la empresa de acuerdo a los flujos del accionista esperados a perpetuidad, descontados a la tasa libre de riesgo del gobierno de los Estados Unidos. Para el ejercicio realizado, se tomaron las tasas del Gobierno a 30 años de cada uno de los años en los cuales se compraron las

empresas. Si se compara el *Intrinsic Value* de la mayoría de las empresas, con el *Market Value* en el momento de compra, muchas de ellas eran más costosas en el mercado que su *Intrinsic Value*. Lo anterior se explica debido a que los precios que se tomaron para el modelo, son los precios promedio del año de compra, y cuando Warren Buffett compra por lo general, o ha negociado un precio por su capacidad de compra muy inferior al *Intrinsic Value*, o el mercado en ese momento se encontraba por debajo del *Market Value* (los cambios del mercado pueden suceder en días o semanas).

La prueba del crecimiento para Phillip Fisher era muy importante dado que le permitía encontrar acciones que se encontraran precisamente en esta etapa y por lo tanto le condescendieran recuperar su inversión lo antes posible. Warren Buffett también analiza esta variable y lo hace en un periodo de 5 y 10 años para analizar cómo ha sido la evolución y a que tasa podría seguir creciendo la empresa en cuestión. Casos como el de Anheuser Bush Inbev (ver tabla 2), son los que permiten a un inversionista recuperar su inversión en un tiempo mínimo y lo que hace además que una de estas inversiones sea razonable a precios no tan bajos. Se buscan crecimientos superiores al 10% compuesto anual.

Por último, viene un análisis comparativo entre *Market Value*, Valor en libros y deuda. En este análisis se busca que el valor en libros esté cercano al Market Value y que la deuda sea inferior a la mitad del valor en libros. En otras palabras, se busca empresas que se puedan comprar por su valor en libros y que el endeudamiento en comparación a la propiedad del accionista sea muy bajo. Un buen ejemplo de este asunto es Conoco Phillips en el año 2006 (ver tabla 2), como es posible observar se

podía comprar casi a su valor en libros y la deuda estaba muy por debajo de la mitad de este mismo valor, lo que quiere decir que era una inversión muy líquida en ese momento y en teoría a unos precios moderados.

El análisis conjunto de las variables anteriores, permite al inversionista determinar, después de haber realizado un exhaustivo estudio cualitativo, si la empresa que se está evaluando es una buena inversión desde el punto de vista de Inversión de Valor.

7 CONCLUSIÓN

De acuerdo a la evidencia y respondiendo la pregunta objetivo de este proyecto, se puede decir que el análisis cualitativo del negocio tiene un peso mucho mayor al 50% en la decisión de compra. De todas formas, los números son el argumento para determinar si es el momento adecuado para comprar una empresa.

Warren Buffett determina que una empresa está en un momento adecuado para invertir si esta cumple obligatoriamente con el punto (c) y la mayoría de los siguientes puntos:

- a. El tamaño del negocio: las empresas en las que invierte son negocios que sobre pasan los \$ 1.000 millones en ventas. Estas empresas por su tamaño ya han superado muchas pruebas en el pasado que las hacen duraderas.
- b. Un historial de muchos años: así comprueba cómo ha reaccionado el negocio ante situaciones adversas.
- c. Una dirección impecable y honesta: directivos con una experiencia amplia en el negocio, reconocimientos y enfocados a los accionistas.

- d. Los directivos de la empresa se enfocan en crecer la empresa con inversiones mucho más rentables o de lo contrario recompran sus propias acciones, dándole a los accionistas actuales mayor participación en el negocio
- e. Negocios que tengan ventajas competitivas muy fuertes con productos de calidad.
- f. Empresas con capacidad de expansión y alto potencial de liquidez propia.
- g. El endeudamiento muy bajo o cero.
- h. Márgenes amplios que permitan sobrepasar momentos difíciles.
- i. Retorno sobre la inversión alto y por encima de la media.
- j. Importante crecimiento durante los últimos 10 y 5 años de historia de la empresa.
- k. Empresas que puedan cubrir con sus activos los pasivos disponibles de una forma sencilla.
- l. Y por último e igualmente importante, empresas que su *Market Value* esté muy por debajo de su *Intrinsic Value*.

Estos doce puntos resumen la filosofía de Warren Buffett para determinar cómo y cuándo comprar una empresa. Su metodología de acercamiento a la bolsa es con base en los negocios y, no en precios y graficas. Es una búsqueda de valor a largo plazo, metódica y de mucha disciplina para poder identificar los futuros ganadores.

8 BIBLIOGRAFÍA

1. Hagstrom, R. G. (1998). *Warren Buffett* (1ra edición, 350 pags). Barcelona: Ediciones gestión 2000 SA.
2. Buffett, M. Y Clark, D. (2000). *Buffettología* (1ra edición, 295 pags). Barcelona: Ediciones gestión 2000, SA.
3. Fisher, P. A. (2009). *Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios o los inversores conservadores duermen bien* (1ra edición, 285 pags). Barcelona: Ediciones Deusto.
4. Hagstrom, R. G. (2014). *The Warren Buffett Way* (3ra edición, 360 pags). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
5. O'Loughlin, J. (2009). *Warren Buffett, cómo invertir para genera riqueza* (3ra edición 375 pags). Barcelona: Profit Edition.
6. Buffett, W. E. (2008). *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America /selected, arranged, and introduction by Lawrence A. Cunningham* (Second Edition, 320 pags). United States of America, The Cunningham Group.
7. Graham, B. (2009). *El Inversor Inteligente* (3ra edición, 450 pags). Barcelona: Ediciones Deusto.
8. Fox, J. (2009). *The Myth of the Rational Market* (1ra edición, 344 pags). United States of America, Harper Collins Publishers.
9. Paul Castillo B. y Ruy Lama C. (2007). Evaluación de portafolio de inversionistas institucionales: fondos mutuos y fondos de pensiones. Vol. 35 *Financial Review*.
10. Aragonés J. R. y Mascareñas J. (1994). La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. *Análisis financiero* n° 64, Págs.:76-89.
11. Williams, John Burr (2012). *The theory of investment value* (1ra edición, 411 pags). Editorial Bnpublishing.

9 TABLAS

Tabla 1.

Variable/ Nombre de la empresa	Geico Co.	Gillette	Amex	Gannett Co Inc	Disney Co
Ticker	BRKGC	G	AXP	GCI	DIS
año de compra	1988	1991	1994	1994	1995
Ventas	1.831	4.684	14.282	3.825	12.151
Utilidad Neta	189	427	1.413	465	1.380
Dividendo	0,33	0,16	0,31	0,67	0,12
Valor Contable x Acción	9,0	1,3	4,3	6,5	5,4
Precio Spot x acción	24,24	50	25	25,77	18,33
Yield	1,36%	0,32%	1,24%	2,60%	0,65%
Margen Bruto		59,46%	73,61%	44,91%	20,29%
Margen Operativo	12,45%	18,40%	13,24%	21,25%	18,89%
Margen neto	10,32%	9,12%	9,89%	12,17%	11,36%
Margen EBITDA	21,19%	13,24%	12,31%	15,99%	15,23%
Razon Corriente		1,47		1,24	1,48
Razón deuda	1,21	1,42	1,07	1,97	1,84
ROA	6,18%	10,99%	1,46%	12,55%	9,45%
ROE	26,72%	36,91%	21,96%	25,54%	20,75%
Utilidad/Pasivo Corriente	900%	28,75%	6,87%	88,31%	23,82%
Utilidad del accionista	186,5	334,1	1425	466,6	-932
VP TBills	2.054	4.311	20.357	6.666	0
VP TB x Accion	26,00	4,92	13,68	23,81	0,00
# Acciones + opciones (Warrants)	79	877	1488	280	1226
Crecimiento UN 5 A.	10,68%	13,17%	50,83%	4,30%	6,26%
Crecimiento UN 10 A		12,66%	5,72%	6,27%	6,63%
Valor de Mercado (millones)	1.915	43.850	37.200	7.216	22.473
Valor en Libros	707	1.157	6.433	1.822	6.651
Deuda	300	742	7.162	768	2.984

*Fuente propia

Tabla 2.

Variable/ Nombre de la empresa	Coca Cola Co.	Wells Fargo	Anheuser Bush Inbev	Wal Mart Store	P&G	Johnson & Johnson	Conoco Phillips	Mondelez	Sanofi SA
Ticker	KO.	WFC	ABI.BR	WMT	PG	JNJ	COP	MDLZ.O	SASY.PA
año de compra	1988	1990	2005	2005	2005	2006	2006	2007	2007
Ventas	8.338	2.778	14.484	288.189	56.741	53.324	184.335	37.241	39.985
Utilidad Neta	1.039	281	1.123	10.267	5.317	11.053	15.550	2.590	7.205
Dividendo	0,8	0,11	0,37	0,52	1,03	1,46	1,44	1,04	2,83
Valor Contable x Acción	0,6	2,0	14,0	11,6	7,1	13,6	48,9	17,8	48,9
Precio Spot x acción	10,00	57,88	18,87	48,73	55,11	62,21	48,66	21,9	92,9
Yield	8,00%	0,19%	1,96%	1,07%	1,87%	2,35%	2,96%	4,75%	3,05%
Margen Bruto	55,61%		56,40%	23,73%	50,99%	71,76%	21,13%	33,81%	74,08%
Margen Operativo	19,18%	32,72%	18,86%	5,93%	15,83%	27,36%	13,67%	11,63%	20,24%
Margen neto	12,53%	10,12%	7,75%	3,56%	9,37%	20,73%	8,44%	6,95%	18,02%
Margen EBITDA	19,38%	13,53%	19,14%	5,09%	19,93%	24,81%	12,39%	9,33%	33,99%
Razon Corriente	1,13		0,72	0,90	0,81	1,2	0,95	0,63	1,3
Razón deuda	1,81	1,06	1,55	1,70	1,39	2,25	2,01	1,67	2,63
ROA	13,95%	0,918%	0,79%	8,54%	8,64%	15,67%	9,44%	3,81%	6,87%
ROE	31,06%	17,16%	2,23%	20,79%	30,42%	28,11%	18,91%	9,49%	11,09%
Utilidad/Pasivo Corriente	36,21%	5,52%	4,38%	23,94%	21,23%	56,22%	58,83%	15,16%	51,08%
Utilidad del accionista	828	284	1.304	1.779	8.644	10.564	7.238	2.235	11.386
VP TBills	13.618	3.341	28.978	39.533	192.089	207.137	141.922	46.563	237.208
VP TB x Accion	2,40	4,12	29,78	9,27	77,67	71,60	83,98	30,35	178,62
# Acciones + opciones (Warrants)	5677	810	973	4266	2473	2893	1690	1534	1328
Crecimiento UN 5 A.	13,57%	24,48%	29,35%	14,12%	14,82%	10,87%	85,19%	-5,71%	25,16%
Crecimiento UN 10 A	10,88%		29,53%	10,28%	9,78%	12,84%	32,13%	4,73%	42,01%
Valor de Mercado (millones)	56.770	46.883	18.361	207.882	136.287	179.974	82.235	33.595	123.373
Valor en Libros	3.345	1.638	13.582	49.396	17.477	39.318	82.646	27.295	64.982
Deuda	761	7.992	49.126	31.450	24.328	6.593	27.134	21.006	8.667

Tabla 3.

Variable/ Nombre de la empresa	Coca Cola Co.		Pepsico	
	KO.	PEP	KO.	PEP
Ticker				
año de compra	1988	1988	2013	2013
Ventas	8.338	12.533	46.854	66.415
Utilidad Neta	1.039	762	8.584	6.740
Dividendo	0,8	0,13	1,12	2,24
Valor Contable x Acción	0,6	2,0	7,5	15,9
Precio Spot x acción	10,00	6,07	39,66	80,33
Yield	8,00%	2,14%	2,82%	2,79%
Margen Bruto	55,61%	52,47%	60,68%	53,21%
Margen Operativo	19,18%	10,76%	22,60%	14,61%
Margen neto	12,53%	6,08%	18,32%	10,15%
Margen EBITDA	19,38%	11,10%	22,63%	14,23%
Razon Corriente	1,13	0,84	1,13	1,24
Razón deuda	1,81	1,40	1,58	1,46
ROA	13,95%	6,84%	9,53%	8,70%
ROE	31,06%	24,11%	25,88%	27,76%
Utilidad/Pasivo Corriente	36,21%	19,67%	30,87%	37,78%
Utilidad del accionista	828	665,7	8053	6655
VP TBills	13.618	7.331	132.451	109.457
VP TB x Accion	2,40	4,65	30,09	71,59
# Acciones + opciones (Warrants)	5677	1577	4402	1529
Crecimiento UN 5 A.	13,57%	22,62%	4,55%	2,57%
Crecimiento UN 10 A	10,88%	-	5,93%	4,89%
Valor de Mercado (millones)	56.770	9.572	174.583	122.825
Valor en Libros	3.345	3.161	33.173	24.279
Deuda	761	4.107	37.079	29.639

Tabla 4.

Variable/ Nombre de la empresa	Wells Fargo	JPMorgan Chase	Bank of America Corp	Citigroup Inc	M&T Bank Corp
	WFC	JPM	BAC	C	MTB
Ticker					
año de compra	1990	1990	1990	1990	1990
Ventas	2.778	6.512	5.727	6.194	657
Utilidad Neta	281	293	366	373	54
Dividendo	0,11	0,76	0,36	0,21	0,13
Valor Contable x Acción	2,0	10,5	7,8	15,5	6,6
Precio Spot x acción	57,88	7,21	8,50	22,72	5,94
Yield	0,19%	10,54%	4,24%	0,92%	2,19%
Margen Bruto	41,43%	31,51%	31,71%		35,05%
Margen Operativo	13,50%	5,34%	6,60%	9,72%	12,88%
Margen neto	10,12%	4,50%	6,39%	6,07%	8,20%
Margen EBITDA	13,53%	8,09%	8,22%	11,72%	9,43%
Razón deuda	1,06	1,06	1,05	1,17	1,06
ROA	0,918%	0,40%	0,56%	1,89%	0,70%
ROE	17,16%	7,50%	11,41%	13,05%	12,33%
Utilidad/Pasivo Corriente	5,52%	0,68%	4,14%	6,48%	5,55%
Utilidad del accionista	284	-760	471	726	54,7
VP TBills	3.341		5.541	8.541	644
VP TB x Accion	4,12		13,48	46,42	9,75
# Acciones + opciones (Warrants)	810	373	411	184	66
Crecimiento UN 5 A.	24,48%	-18,48%	12,96%		15,52%
Crecimiento UN 8 A					33,60%
Valor de Mercado (millones)	46.883	2.689	3.494	4.180	392
Valor en Libros	1.638	3.907	3.208	2.859	437
Deuda LP	2.905	16.297	1.664	16.830	7.278
Patrimonio sobre deuda LP	0,56	0,24	1,93	0,17	0,06

Wells Fargo	JPMorgan Chase	Bank of America Corp	Citigroup Inc	M&T Bank Corp
WFC	JPM	BAC	C	MTB
2013	2013	2013	2013	2013
47.089	52.996	55.020	62.970	2.957
21.878	17.923	11.431	13.673	1.139
1,15	1,44	0,04	0,04	2,8
32,4	56,2	22,0	67,5	86,3
40,19	51,87	13,44	48,25	108,86
2,86%	2,78%	0,30%	0,08%	2,57%
90,89%	81,74%	76,82%	74,31%	90,39%
69,29%	48,90%	29,39%	30,96%	58,08%
46,46%	33,82%	20,78%	21,71%	38,50%
54,19%	42,63%	23,68%	27,32%	43,18%
1,13	1,10	1,12	1,12	1,15
1,43%	0,74%	0,54%	0,73%	1,34%
12,86%	8,49%	4,91%	6,69%	10,07%
40,60%	6,71%	4,68%	5,44%	437,88%
25517	22443	12507	13713	1147,3
300.200	264.035	147.141	161.329	13.498
57,10	70,30	13,89	53,26	103,04
5.257	3.756	10.592	3.029	131
11,90%	8,85%	12,74%	Neg	24,55%
12,80%	2,73%	-7,39%	-5,33%	4,65%
211.279	194.824	142.356	146.149	14.261
170.142	211.178	232.685	204.339	11.306
152.987	267.889	203.598	207.116	5.109
1,11	0,79	1,14	0,99	2,21

Tabla 5.

Variable/ Nombre de la empresa	P&G	Colgate - Palmolive Co	Estee Lauder Companies Inc	Avon Products Inc	P&G	Colgate - Palmolive Co	Estee Lauder Companies Inc	Avon Products Inc
Ticker	PG	CL	EL	AVP	PG	CL	EL	AVP
año de compra	2005	2005	2005	2005	2013	2013	2013	2013
Ventas	56.741	11.397	6.336	8.150	83.062	17.420	10.969	9.955
Utilidad Neta	5.317	1.351	406	848	11.643	2.241	1.204	-56
Dividendo	1,03	0,56	0,2	0,66	2,45	1,33	0,78	0,24
Valor Contable x Acción	7,1	1,3	6,4	1,8	25,5	2,5	14,0	2,6
Precio Spot x acción	55,11	26,08	19,61	35,36	78,58	59,62	68,05	20,25
Yield	1,87%	2,15%	1,02%	1,87%	3,12%	2,23%	1,15%	1,19%
Margen Bruto	50,99%	55,32%	74,48%	61,64%	48,88%	58,74%	80,10%	62,11%
Margen Operativo	15,83%	19,43%	11,38%	14,10%	18,41%	20,41%	14,80%	3,43%
Margen neto	9,37%	11,85%	6,41%	10,40%	14,02%	12,86%	10,02%	Neg
Margen EBITDA	19,93%	14,74%	9,52%	11,71%	17,97%	16,35%	12,40%	1,14%
Razon Corriente	0,81	1,01	1,54	1,17	0,94	1,08	2,22	1,55
Razón deuda	1,39	1,19	1,77	1,20	1,92	1,20	1,85	1,21
ROA	8,64%	15,88%	10,45%	17,80%	8,07%	16,15%	16,85%	-0,86%
ROE	30,42%	100,07%	23,98%	106,77%	16,82%	97,22%	36,63%	-5,04%
Utilidad/Pasivo Corriente	21,23%	49,00%	27,12%	29,03%	34,52%	50,13%	62,22%	Neg
Utilidad del accionista	8.644	1291,5	373,2	747,3	11.078	2179	899,7	0
VP TBills	192.089	28.700	8.293	16.607	246.178	48.422	19.993	0
VP TB x Accion	77,67	27,81	31,26	36,78	90,81	52,63	85,44	0,00
# Acciones + opciones (Warrants)	2473	1032	265,3	451,5	2711	920	234	434
Crecimiento UN 5 A.	14,82%	3,34%	5,88%	14,54%	-1,54%	1,02%	20,17%	Neg
Crecimiento UN 10 A	9,78%	7,85%	15,22%	10,30%	6,16%	6,15%	13,46%	Neg
Valor de Mercado (millones)	136.287	26.915	5.203	15.965	213.030	54.850	15.924	8.789
Valor en Libros	17.477	1.350	1.693	794	69.214	2.305	3.287	1.110
Deuda	24.328	3.446	715	590	35.417	5.657	1.344	2.533

Tabla 6

Variable/ Nombre de la empresa	Johnson & Johnson	Pfizer Inc	Merck & Co Inc	Johnson & Johnson	Pfizer Inc	Merck & Co Inc
Ticker	JNJ	PFE	MRK	JNJ	PFE	MRK
año de compra	2006	2006	2006	2013	2013	2013
Ventas	53.324	48.371	22.636	71.312	51.584	44.033
Utilidad Neta	11.053	19.337	4.434	13.831	22.003	4.404
Dividendo	1,46	0,96	1,52	2,59	0,96	1,72
Valor Contable x Acción	13,6	10,0	9,8	26,3	11,9	17,0
Precio Spot x acción	62,21	25,36	38,29	85,75	28,97	46,40
Yield	2,35%	3,79%	3,97%	3,02%	3,31%	3,71%
Margen Bruto	71,76%	84,21%	73,49%	69,63%	81,86%	61,50%
Margen Operativo	27,36%	28,00%	15,13%	21,69%	31,32%	13,53%
Margen neto	20,73%	39,98%	19,59%	19,40%	42,65%	10,00%
Margen EBITDA	24,81%	50,92%	29,61%	25,15%	55,21%	26,13%
Razon Corriente	1,20	2,20	2,00	2,20	2,41	2,00
Razón deuda	2,25	2,64	1,89	2,26	1,80	1,89
ROA	15,67%	16,84%	4,20%	10,42%	12,78%	4,17%
ROE	28,11%	27,10%	25,25%	35,18%	55,96%	11,20%
Utilidad/Pasivo Corriente	56,22%	90,41%	24,82%	24,52%	94,17%	12,34%
Utilidad del accionista	10.564	22427	5722	14.340	27.017	9.957
VP TBills	207.137	439.745	112.196	281.176	529.745	195.235
VP TB x Accion	71,60	61,73	62,75	99,67	82,79	66,68
# Acciones + opciones (Warrants)	2.893	7.124	1.788	2.821	6.399	2.928
Crecimiento UN 5 A.	10,87%	16,20%	-9,11%	2,43%	20,62%	-19,09%
Crecimiento UN 10 A	12,84%	24,21%	-3,70%	4,98%	6,87%	-4,92%
Valor de Mercado (millones)	179.974	180.665	68.463	241.901	185.379	135.859
Valor en Libros	39.318	71.358	17.560	74.053	76.307	49.765
Deuda	6.593	7.980	6.836	18.180	36.489	20.539