Mary Buffett y David Clark

Warren Buffett y la interpretación de estados financieros

Invertir en empresas con ventaja competitiva



+ TÍTULOS



bit.ly/Online-ROMA

onlineroma@outlook.com



Es posible ser consistente en tu trading

http://bit.ly/TradingCuantitativo

Mary Buffett

David Clark

Warren Buffett y la interpretación de estados financieros

Invertir en empresas

con ventaja competitiva

A lo memoria de Pal ti Hansen Clark, fundadora de la Phoenix Academy of Learning, de Omaha, donde han aprendido a leer más de dos mil niños con dificultades de aprendizaje.

Para más información sobre lo Phoenix Academy of Learning, visite www.phoenixacad.com.

CONTENIDO

Introducción.....

1 Dos grandes revelaciones que convirtieron a Warren en la persona más rica del mundo .....

2 Tipo de negocio que convirtió a Warren en inmensamente rico.....

3 Punto de partida de Warren para encontrar la compañía excepcional .....

4 La durabilidad es el billete de Warren hacia la riqueza .....

5 Visión de conjunto del estado financiero: el lugar donde se esconde el oro

6 ¿Dónde va Warren para encontrar información financiera? .....

Cuenta de pérdidas y ganancias

7 Punto de partida de Warren: cuenta de pérdidas y ganancias .....

8 Ingresos: la vía de entrada del dinero.....

9 Coste de ventas: para Warren, cuanto más bajo, mejor.....

10 Margen bruto/porcentaje de margen bruto: los números clave para Warren en su búsqueda del oro a largo plazo.....

11 Gastos de explotación: lo que Warren vigila atentamente.....

12 Gastos de ventas, generales y administrativos .....

13 Investigación y desarrollo: por qué Warren se mantiene alejado de este concepto

14 Amortización: un coste que Warren no puede ignorar .....

15 Gastos financieros: lo que Warren no quiere.....

16 Ganancias (o pérdidas) en la venta de activos y otros.....

17 Beneficio antes de impuestos: el número que Warren utiliza .....

18 Impuestos sobre beneficios: la manera que tiene Warren de saber quién dice la verdad.....

19 Beneficio neto: lo que Warren busca.....

20 Beneficios por acción: cómo Warren diferencia a los vencedores de los perdedores.....

Balance de situación

21 Balance de situación en general.....

22 Activos .....

23 Ciclo de activos corrientes: cómo hacer dinero .....

24 Efectivo y equivalentes de efectivo: el botín de Warren.....

25 Existencias: lo que la compañía debe comprar y lo que debe vender .....

26 Cuentas a cobrar netas: el dinero que se debe a la compañía .....

27 Gastos diferidos/otros activos corrientes .....

28 Activos corrientes totales y coeficiente de solvencia.....

29 Propiedades, plantas de producción y equipos: para Warren, no tenerlos puede ser positivo.....

30 Fondo de comercio .....

31 Activos intangibles: medir lo que no puede medirse .....

32 Inversiones a largo plazo: uno de los secretos del éxito de Warren.....

33 Otros activos a largo plazo.....

34 Activos totales y su rentabilidad .....

35 Pasivo corriente.....

36 Cuentas a pagar, gastos anticipados y otros pasivos corrientes.....

37 Deuda a corto plazo: cómo puede representar la muerte de una institución financiera .....

38 Vencimiento de la deuda a largo plazo y problemas que puede causar.....

39 Pasivo corriente total y coeficiente de solvencia.....

40 Deuda a largo plazo: algo escaso en las grandes compañías.....

41 Impuesto sobre beneficios, intereses minoritarios y otras deudas.....

42 Pasivo total y coeficiente de deuda-fondos propios .....

43 Fondos propios/valor contable.....

44 Acciones preferentes y ordinarias: prima de emisión .....

45 Reservas: el secreto de Warren para convertirse en inmensamente rico .....

46 Acciones propias: a Warren le gusta verlas en el balance de situación.....

47 Rentabilidad de los fondos propios: primera parte .....

48 Rentabilidad de los fondos propios: segunda parte .....

49 Problema del apalancamiento y malas pasadas que puede jugar .....

Estado de flujo de efectivo

50 Estado de flujo de efectivo: dónde Warren encuentra el efectivo .....

51 Gastos de capital: no tenerlos es uno de los secretos para enriquecerse.....

52 Compra de acciones propias: la manera libre de impuestos de Warren para aumentar la riqueza de los accionistas.....

Valorar la compañía con ventaja competitiva duradera

53 Bono de capital: idea revolucionaria de Warren que le ha convertido en inmensamente rico.....

54 Rendimiento cada vez mayor gracias a la ventaja competitiva duradera .....

55 Otras maneras de valorar una compañía con ventaja competitiva duradera .....

56 Cómo Warren determina el momento oportuno para adquirir un negocio fantástico.....

57 Cómo Warren determina el momento de vender.....

Apéndice.....

Glosario básico .....

Agradecimientos .....

Introducción

Duante doce años, entre 1981 y 1993, fui la nuera de Warren Buffett, el inversor de mayor éxito del mundo y ahora su mayor filántropo.

Poco después de casarme con Peter, el hijo de Warren, y mucho antes de que el nombre de Warren fuera conocido fuera de Wall Street, fui de visita a su casa familiar de Omaha. Mientras me encontraba allí conocí a un pequeño grupo de alumnos admiradores de la sabiduría de este maestro inversor que se referían a ellos mismos como *buffettólogos.* Uno de los buffettólogos de más éxito, David Clark, tenía montones de libretas llenas de consejos de Warren sobre inversiones, redactados meticulosamente y cuya lectura resultaba fascinante. Sus libretas eran la base sobre la que él y yo, más adelante, dimos forma a los libros sobre inversiones más vendidos en todo el mundo: *El tao de Warren Buffett* (Alienta), *Buffettología* (Ediciones Gestión 2000), *The Buffettology Workbook* y *The New Buffettology*, que se han publicado en diecisiete idiomas, incluyendo el hebreo, el árabe, el chino y el ruso.

Después del enorme éxito de *El tao de Warren Buffett,* me encontré con David en Omaha, durante la reunión anual de 2007 de Berkshire Hathaway, y en el transcurso de la comida empezamos a discutir sobre la historia del análisis de las inversiones. David señaló que el análisis de las inversiones de finales del siglo xix y principios del siglo xx estuvo centrado principalmente en

determinar la solvencia y el poder adquisitivo de una compañía para analizar los bonos. Y también apuntó que Benjamín Graham, decano de Wall Street y mentor de Warren, había adaptado las primeras técnicas de análisis de bonos a los análisis de las acciones ordinarias.

Pero Graham nunca distinguió entre una compañía con una ventaja competitiva a largo plazo sobre la competencia y otra sin esta ventaja. Sólo estaba interesado en averiguar si la compañía tenía suficiente poder adquisitivo para salir de los problemas económicos que habían provocado la caída en espiral del precio de sus acciones. A él no le interesaba poseer una posición en una compañía durante diez o veinte años. Si al cabo de dos años la compañía no se había movido, salía de ella. No es que Graham perdiera el tren, sino que simplemente no subió al que le hubiera convertido en el hombre más rico del mundo, como sí lo hizo Warren.

Warren, por su parte, después de iniciar su carrera profesional con Graham, descubrió las enormes posibilidades de creación de riqueza de las compañías que poseían una ventaja competitiva a largo plazo sobre su competencia. Se dio cuenta de que cuanto más tiempo se conservara uno de estos fantásticos negocios, más riqueza se conseguía. Donde Graham hubiera dicho que todos estos grandes negocios tenían un precio excesivo, Warren vio que no tenía que esperar a que la bolsa ofreciera sus acciones a un precio de ganga; incluso pagando un precio justo, estos negocios seguían ofreciéndole la oportunidad de convertirse en inmensamente rico.

Durante este proceso de descubrimiento de lo maravilloso que es poseer un negocio con una ventaja competitiva a largo plazo, Warren desarrolló una

serie única de herramientas analíticas para ayudar a identificar estos tipos especiales de negocios. Aunque partía del lenguaje de la antigua escuela de Graham, su nueva manera de ver las cosas le permitió determinar si la compañía era capaz de sobrevivir a sus problemas actuales. Estas herramientas también le permitían saber si la compañía en cuestión poseía o no una ventaja competitiva a largo plazo que le iba a convertir en inmensamente rico con el transcurso del tiempo.

Al final de la comida pregunté a David si veía posible crear una guía pequeña y sencilla, fácil de manejar, para leer el estado financiero de una compañía, empleando la serie de herramientas únicas que Warren había desarrollado, para así descubrir estos negocios maravillosamente rentables.

Yo imaginaba un libro sencillo y fácil de entender que explicara a los inversores cómo leer el estado financiero de una compañía para que pudieran buscar los mismos tipos de negocios que busca Warren. Un libro que no sólo explicara qué es un balance de situación y una cuenta de pérdidas y ganancias, sino que también señalara lo que deben buscar los inversores si, como Warren, quieren encontrar una compañía con una ventaja competitiva a largo plazo.

A David le encantó la idea, y en cuestión de un mes ya nos estábamos intercambiando capítulos del libro que ahora usted tiene en sus manos, *Warren Buffet y la interpretación de estados financieros.*

Esperamos que este manual le ayude a dar el salto espectacular que dio Warren gracias a poder superar los modelos de valoración de la antigua escuela grahamiana y descubrir, tal como hizo Warren, las fenomenales

oportunidades de creación de riqueza a largo plazo de una compañía que posea una ventaja competitiva duradera sobre la competencia. Durante este proceso se liberará de las costosas manipulaciones de Wall Street y disfrutará de la oportunidad de unirse a las filas de los inversores inteligentes de todo el mundo que se están enriqueciendo enormemente siguiendo los pasos de este legendario y magistral inversor.

MARY BUFFETT

Julio de 2008

«Hay que entender la contabilidad y hay que entender los matices de la contabilidad. Es el lenguaje de los negocios y es un lenguaje imperfecto, pero si no desea hacer el esfuerzo de aprender contabilidad -la manera de leer e interpretar los estados financieros- nunca debería seleccionar acciones por su cuenta.»

WARREN BUFFET

1

Dos grandes revelaciones que convirtieron a Warren en la persona más rica del mundo

A mediados de los años sesenta, Warren empezó a reexaminar las estrategias de inversión de Benjamín Graham. Al hacerlo se le presentaron dos sorprendentes revelaciones sobre los tipos de compañías que representaban las mejores inversiones y que iban a permitir ganar más dinero a largo plazo. Como resultado directo de estas revelaciones, Warren modificó la estrategia de inversión de valor basada en Graham que había utilizado hasta aquellos momentos y, durante este proceso, creó la estrategia de inversión en riqueza más grande que nunca haya visto el mundo.

El objetivo de este libro es explorar las dos revelaciones de Warren:

1. ¿Cómo puede identificarse una compañía excepcional con una ventaja competitiva duradera?
2. ¿Cómo se asigna valor a una compañía con una ventaja competitiva duradera?

Lo que queremos aquí es explicar el funcionamiento de su estrategia única y la manera en la que utiliza los estados financieros para aplicar su estrategia en la práctica. Una práctica que le ha convertido en el hombre más

rico del mundo.

2

Tipo de negocio que convirtió a Warren en inmensamente rico

Para entender la primera gran revelación de Warren es necesario en tender la naturaleza de Wall Street y de sus grandes actores. Aunque Wall Street ofrece muchos servicios a las empresas, durante los últimos dos siglos también ha actuado como un gran casino en el que los jugadores, bajo el disfraz de especuladores, realizan unas cuantiosas apuestas sobre la evolución de los precios de las acciones.

Durante los primeros tiempos, algunos de estos jugadores consiguieron una gran riqueza y prominencia social. Se convirtieron en los individuos pintorescos sobre quienes la gente quería leer en la prensa financiera. Los grandes magnates Jim Brady y Bernard Baruch son sólo dos de todos los que llamaron la atención del público como grandes maestros de las inversiones de la época.

Actualmente, los inversores institucionales -fondos de inversión, fondos de alto riesgo y sociedades de inversión- han sustituido a los especuladores de alto nivel de la primera época. Los inversores institucionales «se venden» ellos mismos a las masas como selectores de acciones altamente expertos, luciendo sus resultados anuales como cebo publicitario para un público con

poca visión de futuro y deseoso de enriquecerse rápidamente.

Como norma general, los especuladores bursátiles acostumbran a ser unas personas muy asustadizas y caprichosas, que venden a partir de las buenas noticias, para después salir corriendo cuando las informaciones son malas. Si la bolsa no se mueve en el sentido previsto en cuestión de un par de meses, venden las acciones que tienen y buscan algo diferente.

Los mejores de esta nueva generación de jugadores han desarrollado unos complejos programas informáticos que miden la velocidad de subida y caída del precio de una acción. Si las acciones de una compañía suben con la suficiente rapidez, el ordenador compra; si el precio de la acción baja lo bastante deprisa, el ordenador vende. Todo ello crea infinitas entradas y salidas de miles de acciones diferentes.

No es nada raro que estos inversores informáticos compren unas acciones un día sólo para venderlas al siguiente. Los gestores de fondos de alto riesgo utilizan este sistema y pueden ganar montones y montones de dinero para sus clientes. Pero este sistema tiene un inconveniente: también pueden perder montones y montones de dinero para sus clientes. Y cuando pierden dinero, los clientes (si aún les queda algo de dinero) se marchan y buscan a otro seleccionador de acciones para que opere en bolsa por ellos.

Wall Street está lleno de historias de auges y caídas de seleccionadores de acciones hábiles y no tan hábiles.

Este frenesí especulativo de compras y ventas ha existido desde hace mucho tiempo. Una de las grandes locuras compradoras de todos los tiempos, en la década de 1920, hizo que los precios de las acciones

alcanzaran unos niveles estratosféricos. Pero en 1929 llegó el crac bursátil y los precios de las acciones cayeron en picado.

A principios de los años treinta del siglo pasado, un analista joven y emprendedor de Wall Street llamado Benjamín Graham observó que la inmensa mayoría de los grandes seleccionadores de acciones norteamericanos no se preocupaban en absoluto por los aspectos económicos a largo plazo de las empresas que les mantenían ocupados comprando y vendiendo. Lo único que les importaba era si el precio de las acciones, a corto plazo, subía o bajaba.

Graham también observó que estos expertos seleccionadores de acciones, atrapados en su frenesí especulador, hacían que algunas veces los precios de las acciones subieran hasta unos niveles increíbles en relación con la realidad económica a largo plazo de las empresas en cuestión. También se dio cuenta de que estos mismos personajes provocaban que los precios de las acciones cayeran en picado hasta unos niveles de locura que también ignoraban las perspectivas a largo plazo de las empresas. Fue en estos niveles tan bajos de locura donde Graham vio una oportunidad fantástica para ganar dinero.

Graham dedujo que si compraba estos «negocios sobrevendidos» a unos precios inferiores a su valor intrínseco a largo plazo, a la larga, el mercado terminaría reconociendo su error y haría que su valor volviera a subir. Un vez revalorizados, él podría venderlos y obtener ganancias con esta operación. Ésta es la base de lo que actualmente conocemos como la *inversión en valor.* Graham fue el padre de esta idea.

No obstante, lo que hay que tener en cuenta es que a Graham no le importaba en absoluto el tipo de negocios que compraba. En su mundo, todas las empresas tenían un precio que podía considerarse como una ganga. Cuando empezó a realizar estas inversiones en valor en los años treinta se concentró en encontrar compañías cotizadas a menos de la mitad del capital que tenían en efectivo. Él lo llamaba «comprar un dólar por 50 centavos». También se guiaba por otras normas, como, por ejemplo, la de no pagar nunca más de diez veces los beneficios de una compañía y la de vender las acciones si habían subido un 50%. Si no subían en cuestión de dos años, entonces las vendía al precio que fuera. Sí, su perspectiva era un poco más larga que la de los especuladores de Wall Street, pero en realidad no tenía ningún interés en dónde iba a encontrarse la compañía al cabo de diez años.

Warren aprendió a invertir en valor con Graham en la Universidad de Columbia en la década de 1950, y después, justo antes de que Graham se jubilara, empezó trabajar para él como analista en la firma de Wall Street de Graham. Allí el joven Warren trabajó junto al famoso inversor en valor Walter Schloss, quien le formó en el arte de detectar las situaciones infravaloradas a través de la lectura de los estados financieros de miles de compañías.

Cuando Graham se jubiló, Warren volvió a su Omaha natal, donde tuvo tiempo para sopesar la metodología de su antiguo jefe lejos de la enloquecida multitud de Wall Street. Durante este período descubrió algunos aspectos de las enseñanzas de su mentor que según él presentaban algunos problemas.

El primer aspecto era que no todas las empresas infravaloradas de Graham se revalorizaban; algunas incluso caían en la bancarrota. Dentro de

cada lote de ganadores también había unos cuantos perdedores que afectaban muy negativamente al rendimiento general. Graham intentó protegerse contra este escenario a través de una cartera ampliamente diversificada, que algunas veces contenía cien compañías o incluso más. Graham también adoptó una estrategia de deshacerse de cualquier acción que no subiera en un plazo de dos años. A menudo, al finalizar la jornada, muchas de sus «acciones infravaloradas» seguían estando infravaloradas.

Warren descubrió que algunas de las compañías que él y Graham habían comprado, y que habían vendido bajo la norma de Graham del 50%, continuaban prosperando año tras año; vio que los precios de las acciones de estas compañías subían vertiginosamente muy por encima del valor que tenían en el momento en el que Graham las había vendido. Era como si hubieran comprado un billete de tren hasta Fortuna, pero se hubieran bajado del tren antes de que éste llegara a la estación simplemente porque no sabían hacia dónde se dirigía.

Warren decidió que pedía mejorar el rendimiento de su mentor aprendiendo más sobre los aspectos económicos de estas «superestrellas». Así, pues, empezó a estudiar los estados financieros de estas compañías desde la perspectiva de lo que las convertía en fantásticas inversiones a largo plazo.

Warren vio que todas estas «superestrellas» presentaban algún tipo de ventaja competitiva que creaba una situación económica de tipo monopolio y que les permitía cobrar más por sus productos o vender mejor. Con ello, estas compañías ganaban muchísimo más dinero que las de la competencia.

Warren también vio que si la ventaja competitiva de una compañía podía mantenerse durante un período prolongado -si era «duradera»- entonces el valor subyacente de la compañía seguía subiendo año tras año. La subida continua del valor subyacente de la compañía hacía que Warren conservara la inversión durante todo el tiempo posible, lo que le brindaba una mayor oportunidad de beneficiarse de la ventaja competitiva de la compañía.

Warren también observó que Wall Street -a través de los inversores en valor o de los especuladores, o de una combinación de ambos- terminaba reconociendo a la larga el aumento en el valor subyacente de la compañía y hacía que el precio de sus acciones subiera. Era como si la ventaja competitiva duradera de la compañía hiciera que las inversiones en estos negocios se convirtiesen en una profecía que por su propia naturaleza contribuye a cumplirse.

Aún hubo otro factor que Warren descubrió como mágico desde el punto de vista financiero. Puesto que estos negocios disfrutaban de unos aspectos económicos increíbles que actuaban a su favor, no había absolutamente ninguna posibilidad de que cayeran en bancarrota. Ello significaba que cuanto más bajo cayera el precio de las acciones por culpa de los especuladores de Wall Street, menos riesgos corría Warren de perder dinero si las compraba. El precio bajo de las acciones también representaba un mayor potencial de subida y de ganancias. Y cuanto más tiempo conservaba estas acciones, más tiempo tenía para beneficiarse de sus grandes aspectos económicos. Este descubrimiento iba a convertirle en enormemente rico una vez el mercado bursátil terminara reconociendo la salud económica de hierro de esta

compañías.

Todo esto dio al traste con el aforismo de Wall Street según el cual para maximizar las ganancias hay que aumentar el riesgo subyacente. Warren había dado con el Santo Grial de las inversiones; había encontrado una inversión en la que, minimizando el riesgo, aumentaba el potencial de conseguir beneficios.

Para facilitar aún más las cosas, Warren también vio que no era necesario esperar a que Wall Street ofreciera un precio de ganga. Podía pagar un precio justo por una de estas grandes compañías y aun así conseguir beneficios, siempre que conservara la inversión durante el tiempo suficiente.

Y para añadir un poco de azúcar a un pastel ya de por sí muy dulce, se dio cuenta de que, si conservaba la inversión a largo plazo y no la vendía nunca, podía posponer el pago de los impuestos sobre las ganancias de capital durante mucho tiempo, lo que le permitía reinvertir unas ganancias libres de impuestos año tras año mientras conservara la inversión.

Veamos un ejemplo: en 1973 Warren invirtió 11 millones de dólares en The Washington Post Company, un medio de comunicación con una ventaja competitiva duradera, y ha conservado esta inversión hasta la actualidad. A lo largo de los treinta y cinco años que ha conservado esta inversión, su valor ha crecido hasta la astronómica cifra de 1.400 millones de dólares. Invertir 11 millones de dólares y terminar con 1.400 no está nada mal, y lo mejor es que, puesto que Warren no ha vendido nunca ninguna acción, aún no ha pagado ni un centavo por todos estos beneficios.

Graham, por su parte, siguiendo su norma del 50%, habría vendido la

inversión de Warren en la compañía que publica *The Washington Post* en 1976 por unos 16 millones de dólares y habría pagado unos impuestos sobre las ganancias de capital del 39%. Y lo peor es que probablemente los grandes seleccionadores de acciones de Wall Street han poseído estas acciones miles de veces durante estos últimos treinta y cinco años con unos beneficios de entre el 10 y el 20%, y han pagado impuestos cada vez que las han vendido. Pero Warren ha sacado un increíble partido del 12.460% y aún no ha pagado ni un centavo en impuestos sobre sus ganancias de 1.400 millones de dólares.

Warren ha aprendido que el tiempo le va a convertir en inmensamente rico si invierte en una compañía con una ventaja competitiva duradera que trabaje a su favor.

3

Punto de partida de Warren para encontrar la compañía excepcional

Antes de empezar a buscar la compañía que nos convertirá en inmensamente ricos, que es una con una ventaja competitiva duradera, nos será de ayuda saber dónde buscar. Warren ha visto que estas super compañías disponen de tres modelos de negocio básicos: venden un producto único, o bien venden un servicio único, o bien son el comprador y el vendedor de bajo coste de un producto o servicio que el público necesita sistemáticamente.

Vamos a ver en mayor detalle cada uno de ellos.

Vender un producto único: éste es el mundo de Coca-Cola, Pepsi, Wrigley, Hershey, Budweiser, Coors, Kraft, *The Washington Post,* Procter & Gamble y Philip Morris. A partir del proceso de la necesidad y la experiencia de los clientes, y con la promoción a través de la publicidad, los fabricantes de estos productos han introducido sus «historias» en nuestras mentes y así nos inducen a pensar en ellos cuando queremos satisfacer una necesidad. ¿Queremos mascar un chicle? Lo que nos viene a la mente es Wrigley. ¿Queremos tomar una cerveza fresca después de un ajetreado día de trabajo? Pensamos en Budweiser. Y todo ello tiene una dimensión mucho

mayor con Coca-Cola.

A Warren le gusta pensar en estas compañías como propietarias de una parte de la mente del consumidor, y cuando esto ocurre, la compañía en cuestión no debe cambiar nunca su producto, lo que, tal como se verá, es un aspecto positivo. La compañía también puede cobrar unos precios más altos y vender una mayor cantidad de sus productos, creando así todo tipo de maravillosos acontecimientos económicos que terminan poniéndose de manifiesto en los estados financieros.

Vender un servicio único: éste es el mundo de Moody's Corp., H&R Block Inc., American Express Co., The ServiceMaster Co. y Wells Fargo & Co. Igual que los abogados y los médicos, estas compañías venden unos servicios que la gente necesita y por los que está dispuesta a pagar -pero, a diferencia de los abogados y los médicos, estas compañías son vistas como una institución y no como un conjunto de personas individuales-. Cuando uno piensa en hacer sus declaraciones de impuestos se piensa en H&R Block, y no en Jack el chico de H&R Block que es el que hace nuestras declaraciones. Cuando Warren compró acciones de Salomón Brothers, un banco de inversiones (actualmente parte de Citigroup), que más adelante vendió, él estaba comprando una institución. Pero cuando las personas de más talento empezaron a abandonar esta empresa junto con sus principales clientes, Warren se dio cuenta de que era una compañía basada en las personas. En este tipo de empresas, los trabajadores pueden exigir y obtener mayor parte de los beneficios, lo que hace que la parte de los beneficios para los propietarios y los accionistas sea mucho más pequeña. Y esta parte más

pequeña de los beneficios no es la manera en la que los inversores se enriquecen.

Los aspectos económicos de vender un servicio único pueden ser fenomenales. Una compañía no debe gastar mucho dinero rediseñando sus productos, ni tampoco tiene que dedicar ninguna fortuna a la construcción de una planta de producción y almacenes para sus productos. Las compañías que venden servicios únicos y que poseen una parte de la mente del consumidor pueden obtener unos márgenes superiores que las empresas que venden productos.

Ser el comprador y el vendedor de bajo coste de un producto o servicio que el público necesita sistemáticamente: éste es el mundo de Wal-Mart, Costco, Nebraska Furniture Mart, Borsheim's Jewelers y la Burlington Northern Santa Fe Railway. Aquí se renuncia a los márgenes altos a favor del volumen, y el aumento del volumen compensa con creces la reducción de los márgenes. La clave está en ser el comprador de bajo coste y el vendedor de bajo coste, lo cual permite disponer de un margen superior al de la competencia y al mismo tiempo continuar siendo el vendedor de bajo coste de un producto o servicio. El hecho de ofrecer el mejor precio de la ciudad hace que los consumidores piensen en la compañía cuando tienen que ir a comprar. En Omaha, si se necesita una cocina nueva para el hogar se va a Nebraska Furniture Mart, que es donde hay la mejor selección y los mejores precios. ¿Se quiere enviar algo a la otra punta del país? La Burlington Northern Santa Fe Railway es la que ofrece las mejores condiciones. ¿Vives en una ciudad pequeña y quieres la mejor selección a los mejores precios? La

respuesta es Wal-Mart.

Así de sencillo: venda un producto o un servicio único, o sea el comprador y el vendedor de bajo coste de un producto o servicio, y los beneficios llegarán, año tras año, como si hubiera hecho saltar la banca del casino de Montecarlo.

4

La durabilidad es el billete de Warren hacia la riqueza

Warren ha aprendido que lo que crea toda la riqueza es la «durabilidad» de la ventaja competitiva. Coca-Cola vende el mismo producto desde hace 122 años, y existen muchas posibilidades de que siga siendo así durante 122 años más.

Es la solidez del producto lo que crea solidez en los beneficios de la compañía. Si la compañía no tiene la necesidad de cambiar continuamente su producto, tampoco debe gastar millones en investigación y desarrollo, ni tampoco dedicar miles de millones a remodelar su planta de producción para fabricar el modelo para el año siguiente. Así pues, el dinero se acumula en las arcas de la empresa, lo que significa que no debe soportar ninguna deuda importante, lo que a su vez implica que no debe pagar muchos intereses, lo cual significa que termina con mucho dinero para ampliar sus operaciones o bien para recomprar sus acciones, lo que hará que aumenten las ganancias y que suba el precio de las acciones de la compañía, lo que conseguirá que los accionistas sean progresivamente más ricos.

Así pues, cuando Warren estudia el estado financiero de una compañía, lo que busca es solidez. ¿Presenta sólidamente unos márgenes brutos altos?

¿Soporta regularmente una deuda mínima o incluso inexistente? ¿No debe gastar nunca grandes sumas de dinero en investigación y desarrollo? ¿Presenta unas ganancias sistemáticas? ¿Presenta un crecimiento sólido de sus ganancias? Es esta «solidez» que aparece en el estado financiero lo que advierte a Warren de la «durabilidad» de la ventaja competid va de la compañía.

El lugar al que Warren se dirige para descubrir si una compañía tiene o no una ventaja competitiva «duradera» son sus estados financieros.

5

Visión de conjunto del estado financiero: el lugar donde se esconde el oro

Los estados financieros son los lugares donde Warren escarba para descubrir a compañías con la tan ansiada ventaja competitiva duradera. Son estos balances los que le indican si se trata de un negocio mediocre embarrancado para siempre en unos resultados malos o bien de una compañía con una ventaja competitiva duradera que le convertirá en inmensamente rico.

Los estados financieros pueden presentarse de tres maneras distintas:

En primer lugar está la *cuenta de pérdidas y ganancias:* esta cuenta nos explica cuánto dinero ha ganado una compañía durante un período concreto. Los contables de la compañía generan tradicionalmente cuentas de pérdidas y ganancias trimestrales para los accionistas y otra cuenta para todo el año fiscal. Con la cuenta de pérdidas y ganancias de la compañía, Warren puede determinar factores como los márgenes de la compañía, el rendimiento de los activos y, lo más importante, la solidez y la dirección de sus ganancias. Todos estos factores son necesarios para determinar si una compañía se beneficia o no de una ventaja competitiva duradera.

La segunda manera de presentarlo es con el *balance de situación:* nos

indica el dinero que la compañía tiene en el banco y cuánto dinero debe. Sólo hay que restar el segundo del primero y ya sabremos el patrimonio neto. Una compañía puede crear un balance de situación para cualquier día del año, que mostrará lo que posee, lo que debe y cuál es su patrimonio neto en ese día en concreto.

Tradicionalmente, las compañías generan un balance de situación para los accionistas al final de cada período de tres meses (conocido como trimestre) y al final del año contable o fiscal. Warren ha aprendido a utilizar algunas de las entradas del balance de situación -como la cantidad de efectivo que tiene la compañía o la cantidad de deuda a largo plazo que soporta- como indicadores de la presencia de una ventaja competitiva duradera.

En tercer lugar está el *estado de flujo de efectivo:* se realiza un seguimiento del efectivo que entra y sale del negocio. Constituye una buena herramienta para ver la cantidad de dinero que destina la compañía a los aumentos de capital. También se realiza un seguimiento de las ventas y las recompras de obligaciones y acciones. Las compañías emiten normalmente un estado de flujo de efectivo junto con sus otros estados financieros.

En los capítulos que siguen exploraremos en detalle las entradas y los indicadores de la cuenta de pérdidas y ganancias, el balance de situación y el estado de flujo de efectivo que Warren utiliza para descubrir si la compañía en cuestión tiene o no una ventaja competitiva duradera que le pueda convertir en un hombre rico a largo plazo.

6

¿Dónde va Warren para encontrar información financiera?

En la era moderna de Internet hay muchos lugares donde uno puede encontrar fácilmente los estados financieros de una compañía. El acceso más sencillo es a través de MSN.com (http://moneycentral.msn.com/investor/home.asp) o a través de la página web de finanzas de Yahoo! (www.finance.yahoo.com).

Nosotros utilizamos los dos, aunque MSN.com de Microsoft Network ofrece unos estados financieros más detallados. Para empezar hay que buscar el lugar donde se introduce el símbolo para la cotización de una acción en ambos sitios, y, a continuación, introducir el nombre de la compañía. Seguidamente, hay que hacer clic cuando aparezca dicho nombre, y tanto MSN como Yahoo! nos llevarán a la página de la cotización de la acción de esta compañía. A la izquierda aparece una sección llamada «Finanzas», bajo la cual hay tres hipervínculos que le llevarán al balance de situación, la cuenta de pérdidas y ganancias y al estado de flujo de efectivo de la compañía. En la parte superior, bajo el encabezamiento «SEC», hay un hipervínculo que lleva a los documentos presentados ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos (Comisión del Mercado de Valores). Todas las

compañías cotizadas en bolsa deben presentar unos estados financieros trimestrales a la SEC; éstos se conocen como 10Q. También debe presentarse ante la SEC un documento conocido como 10K, que es el informe anual de la compañía, y que contiene los estados financieros del año contable o fiscal. A lo largo de todos estos años Warren ha leído miles de 10K, ya que tiene la ventaja de presentar los números sin todo el «relleno» que suele ponerse en los informes anuales para los accionistas.

Para el inversor empedernido, Bloomberg.com ofrece estos mismos servicios y muchos más, aunque a cambio de una cuota. Ahora bien, honestamente, si no se compran y se venden obligaciones o divisas, podemos obtener gratuitamente toda la información financiera que necesitamos para construir una cartera de acciones en MSN y Yahoo! Y la información financiera «gratuita» es algo que siempre nos provoca una sonrisa.

Cuenta de pérdidas

y ganancias

«Es necesario leer muchísimos informes corporativos anuales y sus estados financieros.»

WARREN BUFFETT

«Algunos hombres leen *Playboy.* Yo leo informes anuales.»

WARREN BUFFETT

Punto de partida de Warren: cuenta de pérdidas y ganancias

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Ingresos	10.000
Coste de ventas	3.000
Margen bruto	7.000
Gastos de explotación:	
Gastos de ventas, generales y administrativos	2.100
Investigación y desarrollo	1.000
Amortización	700
Beneficio de explotación	3.200
Gastos financieros	200
Ganancias (pérdidas) en la venta de activos	1.275
Otros gastos	225
Beneficio antes de impuestos	1.500
Impuestos sobre beneficios	525
Beneficio neto	975

En su búsqueda de una compañía mágica con una ventaja competitiva duradera, Warren empieza siempre por estudiar las cuentas de pérdidas y ganancias de las empresas. Estas cuentas indican al inversor los resultados de las operaciones de la compañía durante un período concreto. Tradicionalmente, se presentan cada tres meses y a final de año. Indican de manera clara el período que cubren; por ejemplo, 1 de enero de 2007 a 31 de diciembre de 2007.

Una cuenta de pérdidas y ganancias tiene tres componentes básicos. En primer lugar, los ingresos del negocio, y después, los gastos de la compañía, que se restan de los ingresos y nos indican si la compañía terminó el período en cuestión con beneficios o pérdidas. Parece muy sencillo, ¿verdad? Y, en efecto, lo es.

En los primeros tiempos del análisis bursátil, los analistas más destacados del momento, como el mentor de Warren Benjamín Graham, se centraban exclusivamente en si la compañía tenía beneficios, y no prestaban prácticamente ninguna atención a la viabilidad a largo plazo de la fuente de ganancias de la compañía. Tal como ya hemos discutido anteriormente, a Graham no le importaba si la compañía era un negocio excepcional con unos excelentes aspectos económicos trabajando a su favor, o si era uno de los miles de negocios mediocres que luchan por salir adelante. Graham compraba acciones de un negocio pésimo por el simple hecho de pensar que podía adquirirlo a un precio lo bastante bajo.

Uno de los aspectos de la perspicacia de Warren fue dividir el mundo de los negocios en dos grupos diferentes. En primer lugar estaban las compañías

con una ventaja competitiva duradera a largo plazo sobre la competencia. Éstos eran los negocios que, en caso de poderlos comprar a un precio justo o bajo, le iban a convertir en súper rico si los mantenía durante el tiempo suficiente. El otro grupo eran todos aquellos negocios mediocres que luchaban año tras año dentro de un mercado competitivo, lo que los convertía en unas malas inversiones a largo plazo.

En la búsqueda de Warren de uno de estos increíbles negocios, se dio cuenta de que los componentes individuales de la cuenta de pérdidas y ganancias de una compañía podían indicarle si la compañía poseía o no la ventaja competitiva duradera a largo plazo que él tanto codiciaba y que iba a convertirle en súper rico. No era sólo una cuestión de si la compañía ganaba dinero o no. Lo importante era el tipo de márgenes que tenía, si debía destinar mucho dinero a desarrollo e investigación para conservar su ventaja competitiva y si tenía que endeudarse de una manera importante para ganar dinero. Estos factores aportan el tipo de información que él busca en la cuenta de pérdidas y ganancias para descubrir la naturaleza del motor económico de una compañía. Para Warren, la fuente de las ganancias es siempre más importante que las ganancias en sí mismas.

En los cincuenta capítulos que siguen vamos a concentrarnos en los componentes individuales del estado financiero de una compañía y en lo que busca Warren para saber si es el tipo de negocio que le hará caer en la pobreza o bien el negocio dorado con una ventaja competitiva duradera a largo plazo que le permitirá continuar siendo una de las personas más ricas del mundo.

Ingresos: la vía de entrada del dinero

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
→ Ingresos	10.000
Coste de ventas	3.000
Margen bruto	7.000

La primera línea de la cuenta de pérdidas y ganancias indica siempre los ingresos totales (o brutos). Esta es la cantidad de dinero que entró por la puerta durante el período en cuestión, que acostumbra a ser un trimestre o un año. Es decir, si fabricamos zapatos y vendemos zapatos por un valor de 120 millones de dólares en un año, en nuestra cuenta de pérdidas y ganancias anual informaremos de unos ingresos totales de 120 millones de dólares.

Ahora bien, el hecho de que una compañía presente unos ingresos muy importantes no significa que consiga generar beneficios. Para determinar si una empresa consigue beneficios hay que restar el importe de los gastos del negocio de estos ingresos totales. Los ingresos totales menos los gastos nos dan los beneficios netos. Pero el importe de los ingresos totales por sí solo no nos dice nada si no le restamos los gastos para saber cuáles son los beneficios.

Una vez que Warren ha echado un vistazo a los ingresos totales de un negocio, entonces empieza una exploración larga y meticulosa de los gastos. Warren sabe perfectamente que uno de los grandes secretos para ganar dinero es gastar menos.

9

Coste de ventas: para Warren, cuanto más bajo, mejor

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Ingresos	10.000
→ Coste de ventas	3.000
Margen bruto	7.000

En la cuenta de pérdidas y ganancias, justo debajo de la línea de ingresos totales se encuentra el importe del coste de ventas, conocido también como el coste de ingresos. El coste de ventas es el coste de compra de los artículos que la compañía revende o bien el coste de los materiales y la mano de obra utilizados para la fabricación de los productos que vende. Si la compañía se dedica a la prestación de servicios y no a la venta de productos, entonces acostumbra a utilizarse «coste de ingresos» en lugar de «coste de ventas». Básicamente son el mismo concepto, aunque uno es algo más general que el otro. Hay que investigar siempre qué es lo que la compañía incluye en su cálculo del coste de ventas o el coste de ingresos. Ello nos da una buena perspectiva de la idea que tiene la dirección de su negocio.

Un ejemplo muy sencillo de la manera en la que una compañía de muebles puede calcular su coste de ventas podría ser el siguiente: la compañía empieza con el coste de su inventario en muebles a principios de año; a éste hay que sumarle el coste de todos los muebles añadidos al inventario a lo largo del año, y, finalmente, hay que restarle el valor en efectivo del inventario de muebles que queda a final de año. Así pues, si una compañía empieza el año con un inventario de 10 millones de dólares, realiza compras por 2 millones de dólares que añadirá al inventario, y termina el período con un inventario cuyo coste es de 7 millones de dólares, el coste de ventas de la compañía durante este período habrá sido de 5 millones de dólares.

Aunque el coste de ventas, como un número aislado, no nos dice mucho sobre si la compañía tiene una ventaja competitiva duradera o no, sí resulta esencial para determinar el margen bruto del negocio, que es una cifra clave que ayuda a Warren a determinar si la compañía tiene o no una ventaja competitiva a largo plazo. En el siguiente capítulo analizaremos este aspecto en mayor detalle.

10

Margen bruto/porcentaje de margen bruto: los números clave para Warren en su búsqueda del oro a largo plazo

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
→ Ingresos	10.000
Coste de ventas	3.000
→ Margen bruto	7.000

Margen bruto 7.000 dólares / ingresos 10.000 dólares = % de margen bruto 70%

Ahora, si restamos de los ingresos totales de la compañía el importe del coste de ventas, obtendremos el margen bruto. Un ejemplo: unos ingresos totales de 10 millones de dólares menos un coste de ventas de 7 millones de dólares da un margen bruto de 3 millones de dólares.

El margen bruto es el dinero que gana la compañía a partir de sus ingresos totales después de restar los costes de las materias primas y de la mano de obra utilizados para producir las mercancías. Aquí no se incluyen categorías como los costes de ventas o administrativos, la amortización ni los

costes financieros de llevar el negocio.

En sí mismo, el margen bruto nos dice muy poco, pero podemos utilizar este número para calcular el porcentaje de margen bruto de la compañía, que sí puede decirnos mucho sobre su naturaleza económica.

La fórmula para determinar el porcentaje de margen bruto es:

Margen bruto / ingresos totales = % de margen bruto

La perspectiva de Warren es buscar compañías que tengan algún tipo de ventaja competitiva duradera, es decir, unos negocios de los que pueda beneficiarse a largo plazo. Lo que él ha descubierto es que las compañías que tienen unos factores económicos excelentes a largo plazo que juegan a su favor acostumbran a presentar unos porcentajes de margen bruto más altos que las que no los tienen. Vamos a explicarlo.

Los porcentajes de margen bruto de las compañías que Warren ya ha identificado como poseedoras de una ventaja competitiva duradera son: Coca-Cola, que presenta unos márgenes de beneficio bruto uniformes del 60% o superiores; la compañía de calificación crediticia Moody's, 73%; la Burlington Northern Santa Fe Railway, 61%, y la apetitosa Wrigley Co., 51%.

Comparemos estos excelentes negocios con varias compañías de las que ya sabemos que tienen unos aspectos económicos deficientes a largo plazo, como la United Airlines, que está siempre al borde de la bancarrota y presenta un porcentaje de margen bruto del 14%; la turbulenta General Motors del sector del automóvil, que muestra un flojo 21%; la anteriormente llena de problemas pero ahora rentable U.S. Steel, con un mediocre 17%, y Goodyear

Tire, cuyos neumáticos permiten circular en todas las condiciones meteorológicas, pero que económicamente se queda en un limitado 20%.

En el sector de la tecnología, del que Warren no quiere saber nada porque no lo entiende, Microsoft presenta un porcentaje de margen bruto sistemático del 79%, mientras que el de Apple Inc. es del 33%. Estos porcentajes indican que Microsoft crea una situación económica mejor vendiendo sistemas operativos y software que Apple vendiendo hardware y servicios.

Lo que crea un porcentaje de margen bruto alto es la ventaja competitiva duradera de la compañía, que es lo que le da la libertad para fijar el precio de los productos y servicios que vende muy por encima del coste de las mercancías vendidas. Sin una ventaja competitiva, las compañías deben competir bajando los precios del producto o servicio que venden. Ello provoca, evidentemente, una reducción de sus márgenes de beneficios y, en consecuencia, de su rentabilidad.

Como norma muy general (con sus excepciones), puede decirse que las compañías con unos porcentajes de margen bruto del 40% o superiores acostumbran a ser empresas con algún tipo de ventaja competitiva duradera. Las compañías con unos porcentajes de margen bruto inferiores al 40% acostumbran a pertenecer a sectores altamente competitivos, donde la competencia afecta negativamente a los márgenes de beneficios generales (aquí también hay excepciones). Cualquier porcentaje de margen bruto del 20% o inferior es normalmente un buen indicador de una industria altamente competitiva en la que ninguna compañía es capaz de crear una ventaja

competitiva duradera sobre la competencia. Y una compañía de una industria sumamente competitiva, sin ningún tipo de ventaja competitiva jugando a su favor, no va a convertirnos nunca en ricos a largo plazo.

Aunque la prueba del porcentaje de margen bruto no es infalible, éste sí es uno de los primeros indicadores de que la compañía en cuestión tiene algún tipo de ventaja competitiva duradera sólida. Warren hace principalmente hincapié en la palabra «duradera», y para poder estar totalmente seguros de ello debemos realizar un seguimiento de los márgenes brutos anuales de los últimos diez años para comprobar que existe tal «solidez». Warren sabe perfectamente que cuando buscamos compañías con una ventaja competitiva duradera, «solidez» es la palabra clave.

Pero también existen muchas maneras en las que una compañía con un porcentaje de margen bruto alto puede ir por el mal camino y quedarse sin su ventaja competitiva a largo plazo. Una de estas maneras son los costes de investigación altos, otra son los gastos de ventas y administrativos, y una tercera manera son los gastos financieros altos sobre la deuda. Cualquiera de estos tres costes puede destruir la solidez económica de la compañía a largo plazo. Estos costes se conocen como *gastos de explotación* y son la espina para cualquier negocio.

11

Gastos de explotación: lo que Warren vigila atentamente

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Ingresos	10.000
Coste de ventas	3.000
Margen bruto	7.000
→ Gastos de explotación:	
Gastos de ventas, generales y administrativos	2.100
Investigación y desarrollo	1.000
Amortización	700
Beneficio de explotación	3.200

Justo debajo de la línea del margen bruto de la cuenta de pérdidas y ganancias aparece un grupo de gastos conocidos como *gastos de explotación.* Éstos son todos los costes directos de la compañía asociados a la investigación y al desarrollo de nuevos productos, los costes de ventas y administrativos de poner el producto en el mercado, la amortización, los gastos de reestructuración y desvalorización y el «varios» que sirve para todo y que incluye todos los gastos no de explotación y no recurrentes.

Una vez que se suman todas estas entradas, el resultado son los gastos de explotación totales de la compañía, que a continuación se restan del margen bruto para darnos los beneficios o las pérdidas de explotación de la compañía. Puesto que todas estas entradas influyen en la naturaleza económica a largo plazo del negocio, lo mejor que podemos hacer es dedicar los capítulos siguientes a estudiarlas en detalle a la manera de Warren.

Gastos de ventas, generales y administrativos

Cuenta de pérdidas y ganancias (en millones de dólares)	
Ingresos	10.000
Coste de ventas	3.000
Margen bruto	7.000
Gastos de explotación:	
→ Gastos de ventas, generales y administrativos	2.100
Investigación y desarrollo	1.000
Amortización	700
Beneficio de explotación	3.200

En la cuenta de pérdidas y ganancias, bajo la sección de «gastos de ventas, generales y administrativos» (VGA) es donde la compañía informa de sus gastos de ventas directos e indirectos y de todos los gastos generales y administrativos en los que ha incurrido durante el período contable. Éstos incluyen los salarios de administración, el coste de la publicidad y de los viajes, los gastos jurídicos, las comisiones, todos los costes por nóminas y similares.

En una compañía como Coca-Cola, estos gastos suben a miles de millones de dólares y tienen un impacto enorme en la línea de resultados. Como

porcentaje sobre el margen bruto, éstos varían enormemente entre una compañía y otra. Incluso varían en compañías como Coca-Cola, con una ventaja competitiva duradera. Coca-Cola dedica sistemáticamente un promedio del 59% de su margen bruto a los gastos VGA. Una compañía como Moody's les dedica sistemáticamente un promedio del 25%, mientras que Procter & Gamble les dedica sistemáticamente alrededor del 61%. Aquí, la palabra clave es «sistemáticamente».

Las compañías que tienen una ventaja competitiva duradera sufren a causa de una competencia feroz y muestran unas variaciones enormes en los gastos VGA expresados como porcentaje sobre el margen bruto. GM, a lo largo de los últimos cinco años, ha pasado de dedicar del 28 al 83% de su margen bruto a los gastos VGA. Ford, en estos mismos años, ha pasado de dedicar del 89 al 780% de su margen bruto a los gastos VGA, lo que significa que están perdiendo grandes cantidades de dinero. Lo que ocurre es que las ventas empiezan a caer, lo que significa que caen los ingresos, pero los gastos VGA siguen siendo los mismos. Si la compañía no puede reducir los gastos VGA con la suficiente rapidez con la que caen los ingresos, los gastos empiezan a comerse cada vez más su margen bruto.

En la búsqueda de una compañía con una ventaja competitiva duradera, cuanto más bajos sean los gastos VGA de la compañía, mejor. Y si éstos pueden mantenerse bajos de una manera sistemática, todavía mejor. En el mundo de los negocios, todo lo que esté por debajo del 30% se considera fantástico. No obstante, hay varias compañías con una ventaja competitiva duradera que presentan unos gastos VGA que están entre el 30 y el 80%.

Pero si vemos una compañía que muestra repetitivamente unos gastos VGA cercanos al 100%, o superiores, es muy probable que nos encontremos ante una compañía de un sector sumamente competitivo en el que no hay ninguna empresa con una ventaja competitiva sostenible.

También hay compañías con unos gastos VGA bajos o medios que destruyen el rendimiento económico del negocio a largo plazo debido a unos gastos muy altos de investigación y desarrollo, de capital o financieros sobre la deuda.

Intel es el ejemplo perfecto de una compañía con una proporción baja de gastos VGA en relación con el margen bruto, pero que, debido a los elevados costes de investigación y desarrollo, ha visto como su rendimiento económico a largo plazo es sólo normal. Ahora bien, si Intel dejara de realizar investigación y desarrollo, sus productos actuales quedarían obsoletos en cuestión de diez años y tendría que acabar cerrando.

Goodyear Tire presenta una relación entre gastos VGA y margen bruto del 72%, pero sus altos gastos de capital y financieros -a causa de la deuda utilizada para financiar sus gastos de capital- arrastran a este fabricante de neumáticos hacia los números rojos cada vez que hay una recesión. Pero si Goodyear no fuera aumentando su deuda para realizar todos estos gastos y aumentos de inversión, la empresa dejaría de ser competitiva en cuestión de muy poco tiempo.

Warren ha aprendido a mantenerse alejado de las compañías malditas con unos gastos VGA sistemáticamente altos. También sabe que el rendimiento económico de una empresa con unos gastos VGA bajos puede

verse negativamente afectado por unos costes de investigación y desarrollo altos, unos gastos de capital altos o una deuda importante. Evita estos tipos de compañías sea cual sea su precio, porque sabe que su rendimiento económico inherente a largo plazo es tan malo que ni tan siquiera un precio bajo de sus acciones evitará que los inversores se vean sujetos a una vida de resultados mediocres.

13

Investigación y desarrollo: por qué Warren se mantiene alejado de este concepto

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Ingresos	10.000
Coste de ventas	3.000
→ Margen bruto	7.000
Gastos de explotación:	
Gastos de ventas, generales y administrativos	2.100
→ Investigación y desarrollo	1.000
Amortización	700
Beneficio de explotación	3.200

Esta es la clave para identificar a las compañías con una ventaja competitiva duradera. Lo que parece una ventaja competitiva duradera a largo plazo es, con frecuencia, una venta conferida a la compañía por una patente o algún avance tecnológico. Si la ventaja competitiva viene dada por una patente, como es el caso de las compañías farmacéuticas, llega un día en el que la

patente expira y, con ello, desaparece la ventaja competitiva.

Si la ventaja competitiva es el resultado de algún avance tecnológico, siempre existe la amenaza de que una tecnología más moderna lo sustituya. Ésta es la razón por la que Microsoft teme tanto los avances tecnológicos de Google. La ventaja competitiva de hoy puede terminar siendo la obsolescencia de mañana.

Estas compañías no sólo deben dedicar unas altas sumas de dinero a l+D, sino que también deben inventar constantemente nuevos productos y ello las obliga a rediseñar y actualizar sus programas de ventas, lo cual implica que sus gastos administrativos y de ventas son considerables. Veamos el siguiente ejemplo: Merck debe dedicar el 29% de su margen bruto a l+D y el 49% a los gastos de ventas, generales y administrativos (VGA), lo cual, una vez combinado, representa un total del 78% de su margen bruto. Y lo peor es que si Merck & Co. no es capaz de inventar el siguiente medicamento que generará unas ventas multimillonarias, la compañía perderá su ventaja competitiva una vez expiren sus patentes existentes.

Intel, mientras continúe siendo la compañía líder en su sector, en rapidísima evolución, debe dedicar sistemáticamente el 30% de su margen bruto a los gastos de l+D; si no lo hace, perderá su ventaja competitiva en sólo unos pocos años.

Moody's, la compañía de calificación crediticia, es una de las preferidas de Warren desde siempre, y por una buena razón. Moody's no tiene ningún gasto de l+D, y, por término medio, dedica sólo el 25% de su margen bruto a los gastos VGA. Coca-Cola, que tampoco debe soportar gastos de l+D, pero

que debe realizar unas campañas publicitarias muy caras, dedica, por término medio, sólo el 59% de su margen bruto a los gastos VGA. Con Moody's y Coca-Cola, Warren no debe permanecer despierto de noche sufriendo por si expira una patente o por si la compañía no ganará la carrera hasta el siguiente avance tecnológico.

La norma de Warren es, pues, la siguiente: las compañías que deben realizar grandes inversiones en I+D presentan un fallo inherente en su ventaja competitiva que pondrá constantemente en riesgo su rendimiento económico a largo plazo, lo que significa que no son seguras.

Y si no son seguras, a Warren no le interesan en absoluto.

14

Amortización: un coste que Warren no puede ignorar

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Ingresos	10.000
Coste de ventas	3.000
→ Margen bruto	7.000
Gastos de explotación:	
Gastos de ventas, generales y administrativos	2.100
Investigación y desarrollo	1.000
→ Amortización	700
Beneficio de explotación	3.200

Todas las máquinas y los edificios sufren un deterioro a lo largo del tiempo; este desgaste se refleja en la cuenta de pérdidas y ganancias bajo el concepto de la *amortización.* Básicamente, el importe de la amortización de un valor durante un año concreto es un coste que se resta de los ingresos de ese año. Ello tiene mucho sentido: el importe de la amortización de un activo puede considerarse como que se ha utilizado para la actividad comercial de la compañía durante el año que ha generado los ingresos.

Un ejemplo: imaginemos que la XYZ Printing Corporation compra una prensa por un millón de dólares. Esta prensa tiene una vida útil de diez años. Debido a esta vida útil de diez años, la administración tributaria no permitirá que la compañía deduzca todo el gasto de 1 millón de dólares en el año de su compra, sino que esta prensa deberá amortizarse a lo largo de los diez años durante los cuales se utilizará. Una vida útil de diez años y un precio original de 1 millón de dólares significan que XYZ amortizará la prensa a razón de 100.000 dólares al año. La amortización es un coste real de la actividad comercial, ya que en algún momento en el futuro esta prensa deberá cambiarse.

La compra de la prensa hará que, en el balance de situación, salga 1 millón de dólares de la partida de efectivo y pasen a la partida de planta y equipos. Seguidamente, a lo largo de los diez años siguientes, el coste amortizado de 100.000 dólares al año aparecerá en la cuenta de pérdidas y ganancias como un gasto. En el balance de situación de cada año se restarán 100.000 dólares de la partida de activos de planta y equipos, y se añadirán 100.000 dólares a la cuenta pasiva de amortización acumulada. El desembolso de capital real de 1 millón de dólares para la prensa aparecerá en el estado de flujo de efectivo bajo los gastos de capital. Lo que nos gustaría que quedara claro con toda esta explicación es que el gasto de 1 millón de dólares para la prensa no se asume en su totalidad en el año de su compra, sino que se asigna como un gasto de amortización a la cuenta de pérdidas y ganancias, en incrementos de 100.000 dólares, a lo largo de un período de diez años.

Uno de los trucos que han diseñado los avispados financieros de Wall Street es que una vez que se ha comprado y pagado la prensa, el gasto anual en amortización de 100.000 dólares no implica otro desembolso de efectivo, sino que reduce las ganancias que se informan en el IRS cada año durante los diez años siguientes. Ello significa que, desde una perspectiva a corto plazo, XYZ tiene un gasto anual que en realidad no le cuesta ningún desembolso de capital adicional. Así pues, los financieros de Wall Street pueden añadir este coste de 100.000 dólares a las ganancias, lo cual significa que el flujo de efectivo del negocio puede soportar más deuda para divertidas aventuras lucrativas como las compras apalancadas. Wall Street tiene un acrónimo para este recalculo de las ganancias, que se conoce como EBITDA, que significa *Earnings Befare Income Tax, Depreciaron, and Amortizaron* («beneficios antes de intereses, impuestos y amortización»),

Warren dice que, con EBITDA, nuestros listos financieros de Wall Street ignoran que, a la larga, esta prensa llegará al final de su vida útil y la compañía deberá destinar otro millón de dólares para comprar una nueva. Pero ahora la compañía debe soportar la carga de la deuda generada por la compra apalancada, y es posible que no pueda financiar la compra de un millón de dólares de una prensa nueva.

Warren cree que la amortización es un gasto muy real que debe incluirse siempre en todos los cálculos de ganancias. Si no se hace así, nos estaremos engañando a nosotros mismos a corto plazo pensando que el negocio obtiene más dinero del que gana realmente. Y uno no se hace rico sobre la base de autoengaños...

Lo que ha descubierto Warren es que las compañías con una ventaja competitiva duradera acostumbran a presentar unos costes de amortización menores expresados como porcentaje sobre el margen bruto que las compañías que deben sufrir la desgracia de una competencia muy fuerte. Por ejemplo, el gasto en amortización de Coca-Cola presenta sistemáticamente un porcentaje del 6% sobre su margen bruto; Wrigley, otra compañía con una ventaja competitiva duradera, también presenta aproximadamente un 7%, y Procter & Gamble, otra de las preferidas de Warren a largo plazo, dedica a estos gastos aproximadamente un 8%. Podemos comparar estos datos con los de GM, una compañía que necesita mucho capital en un negocio altamente competitivo. Sus gastos de amortización están entre el 22 y el 57% sobre su margen bruto.

Igual que con todos los demás gastos que merman el margen bruto de una compañía, Warren ha descubierto que menos significa siempre más cuando de lo que se trata es de presentar una línea de resultados más abultada.

Gastos financieros: lo que Warren no quiere

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Ingresos	10.000
Coste de ventas	3.000
→ Margen bruto	7.000
Gastos de explotación:	
Gastos de ventas, generales y administrativos	2.100
Investigación y desarrollo	1.000
Amortización	700
Beneficio de explotación	3.200
→ Gastos financieros	200

Los gastos financieros son la línea que refleja los intereses pagados, durante el trimestre o durante todo el año, por la deuda que la compañía presenta en su balance de situación como un pasivo. Aunque es posible que una compañía gane más en intereses de lo que paga también en intereses - que es lo que ocurre en los bancos-, la inmensa mayoría de las empresas productoras y de los negocios minoristas pagan más en intereses de lo que ganan con ellos.

Éstos se conocen como costes financieros, y no como costes de explotación, y aparecen en una partida propia independiente, ya que no están

ligados a ningún proceso de producción o venta. Los gastos financieros son reflejo de la deuda total que presenta la compañía en sus libros. Cuanta más deuda tenga la compañía, más intereses deberá pagar.

Las compañías que deben realizar unos pagos de intereses altos en relación con sus ingresos de explotación acostumbran a ser de dos tipos: una compañía que trabaja en un sector sumamente competitivo en el que son necesarios unos altos gastos de capital para seguir siendo competitivo, o bien una compañía con un rendimiento económico excelente que ha adquirido la deuda cuando la empresa ha sido comprada en una compra apalancada.

Lo que ha visto Warren es que las compañías con una ventaja competitiva duradera presentan, normalmente, unos gastos financieros muy pequeños e incluso inexistentes. Procter & Gamble, una compañía con una ventaja competitiva a largo plazo, debe pagar sólo un 8% de sus ingresos de explotación en gastos financieros; Wrigley Co. debe pagar un promedio del 7%; una situación muy diferente de la de Goodyear, que trabaja en la industria de los neumáticos, muy competitiva y que necesita mucho capital. Goodyear debe pagar, por término medio, el 49% de sus ingresos de explotación en intereses.

Incluso en los negocios sumamente competitivos, como el sector de las líneas aéreas, la proporción de los ingresos de explotación destinada al pago de intereses puede utilizarse para identificar a las compañías con ventaja competitiva. Southwest Airlines, una compañía sistemáticamente rentable, dedica sólo el 9% de sus ingresos de explotación al pago de intereses, mientras que United Airlines, una compañía de la competencia que está

siempre al borde de la bancarrota, dedica al pago de intereses el 61% de sus ingresos de explotación. Otra empresa competidora de Southwest y también aquejada de problemas, American Airlines, paga en intereses un impresionante 92% de sus ingresos de explotación.

Como norma, las compañías con una ventaja competitiva duradera preferidas de Warren dentro del sector de los productos al consumidor presentan todas ellas un gasto financiero inferior al 15% de los ingresos de explotación. Pero hay que tener mucho cuidado, ya que el porcentaje de pagos de intereses relativo a los ingresos de explotación varía en gran manera entre las diferentes industrias. Por ejemplo, Wells Fargo, un banco en el que Warren posee una participación del 14%, dedica aproximadamente un 30% de sus ingresos de explotación al pago de intereses, lo cual parece un porcentaje muy alto en comparación con el de Coca-Cola, pero en realidad se trata del banco con una proporción más baja y atractiva entre los cinco principales bancos de América. Wells Fargo es también el único con una clasificación AAA de Standard & Poor's.

La relación entre el pago de intereses y los ingresos de explotación también puede aportar mucha información sobre el nivel de riesgo económico que corre la compañía. Observemos el negocio de los bancos de inversiones, que por término medio realizan unos pagos de intereses cercanos al 70% de sus ingresos de explotación. Un análisis atento pondría de manifiesto el hecho de que, en el año 2006, Bear Stearns informó de unos pagos del 70% de sus ingresos de explotación en intereses, pero que para el trimestre que terminó en noviembre de 2007 este porcentaje de pago de intereses había subido

hasta el 230%, lo que significa que tuvo que recurrir al patrimonio accionarial para cubrir la diferencia. En una operación tan apalancada como el caso de Bear Stearns, la situación presagiaba el desastre. Para marzo de 2008, el otrora poderoso Bear Stearns, cuyas acciones habían llegado a cotizarse a 170 dólares el año anterior, se vio obligado a fusionarse con JP Morgan Chase & Co. por unos miserables 10 dólares la acción.

Aquí la norma es muy sencilla: en cualquier industria, la compañía con la proporción más baja entre pagos de intereses y beneficios de explotación es normalmente la que tiene más posibilidades de disfrutar de ventaja competitiva. En el mundo de Warren, invertir en una compañía con una ventaja competitiva duradera es la única manera de asegurarse de que va a enriquecerse a largo plazo.

16

Ganancias (o pérdidas) en la venta de activos y otros

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Gastos de explotación:	
Gastos de ventas, generales y administrativos	2.100
Investigación y desarrollo	1.000
Amortización	700
Beneficio de explotación	3.200
Gastos financieros	200
→ Ganancias (pérdidas) en la venta de activos	1.275
→ Otros	225

Cuando una compañía vende un activo (diferente del inventario), el beneficio o la pérdida generado por la venta se registra bajo «ganancias (pérdidas) en la venta de activos». El beneficio es la diferencia entre los ingresos generados por la venta y el valor contable que aparece en los libros. Si una compañía tiene un edificio por el que pagó 1 millón de dólares, y, después de amortizarse hasta los 500.000 dólares, lo vende por 800.000, la compañía registra una ganancia de 300.000 dólares por la venta del activo. De la misma

manera, si vende el edificio por 400.000 dólares, registrará una pérdida de 100.000 dólares.

Esto mismo también se aplica a la partida «otros». Aquí es donde se registran los ingresos y los gastos no de explotación, inusuales e infrecuentes y se introducen en la cuenta de pérdidas y ganancias. Estos ingresos y gastos incluyen la venta de activos fijos, como, por ejemplo, propiedades, plantas y equipos. Bajo «otros» también se incluyen los acuerdos de licencia y la venta de patentes, siempre que estas operaciones no se encuentren dentro de la actividad comercial normal.

Algunas veces, estas operaciones no recurrentes pueden tener un impacto muy importante sobre la línea de resultados de una empresa. Puesto que son operaciones no recurrentes, Warren cree que deben eliminarse de cualquier cálculo de los beneficios netos de la compañía a la hora de determinar si ésta tiene o no una ventaja competitiva duradera.

17

Beneficio antes de impuestos: el número que Warren utiliza

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Gastos de explotación:	
Gastos de ventas, generales y administrativos	2.100
Investigación y desarrollo	1.000
Amortización	700
Beneficio de explotación	3.200
Gastos financieros	200
Ganancias (pérdidas) en la venta de activos	1.275
Otros	225
→ Beneficio antes de impuestos	1.500

Los «beneficios antes de impuestos» son los ingresos de una compañía una vez que se han deducido todos los gastos pero antes de restar el importe de los impuestos sobre beneficios. También es el número que Warren utiliza para calcular el rendimiento que obtiene cuando compra todo un negocio, o cuando adquiere un interés parcial en una compañía mediante la compra de sus acciones en el mercado abierto.

Excepto las inversiones libres de impuestos, todos los rendimientos de las

inversiones se presentan antes de impuestos. Puesto que todas las inversiones compiten entre sí, resulta más fácil compararlas si pueden analizarse a partir de los mismos términos.

Cuando Warren dedicó 139 millones de dólares a la compra de bonos libres de impuestos del Washington Public Power Supply System (WPPSS), una operación que le permitió ganar 22,7 millones de dólares al año en intereses libres de impuestos, él explicó que 22 millones de dólares después de impuestos era lo mismo que ganar 45 millones de dólares antes de impuestos. Un negocio que le permitiera ganar 45 millones de dólares antes de impuestos le costaría entre 250 y 300 millones de dólares. Así pues, él veía los bonos del WPPSS como un negocio que compraba con un descuento del 50% en comparación con el valor de otros negocios con un rendimiento económico similar.

Warren ha hablado siempre de los beneficios de una compañía antes de impuestos. Con ello puede pensar en un negocio o una inversión en unos términos que le permiten compararlo con otros negocios o inversiones. Ésta es también una de las piedras angulares que le permiten saber que una compañía con una ventaja competitiva duradera es, en realidad, algo similar a un «bono de capital» con un cupón o un tipo de interés cada vez mayor. Hacia el final de este libro exploraremos su teoría del «bono de capital» en mayor detalle.

18

Impuestos sobre beneficios: la manera que tiene Warren de saber quién dice la verdad

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Gastos de explotación:	
Gastos de ventas, generales y administrativos	2.100
Investigación y desarrollo	1.000
Amortización	700
Beneficio de explotación	3.200
Gastos financieros	200
Ganancias (pérdidas) en la venta de activos	1.275
Otros	225
Beneficio antes de impuestos	1.500
→ Impuestos sobre beneficios	525

Igual que todos los demás contribuyentes, las corporaciones americanas deben pagar impuestos sobre sus beneficios. Actualmente, en América, estos impuestos representan aproximadamente el 35% de sus ingresos. Una vez pagados los impuestos, éstos se registran en la cuenta de pérdidas y ganancias bajo la partida de «impuestos sobre beneficios».

Lo que resulta interesante de los impuestos sobre beneficios es que esta

línea refleja exactamente las ganancias reales de la compañía antes de impuestos. Algunas veces, a las empresas les gusta explicar a todo el mundo que ganan más dinero del que realmente están ganando. (Sorprendente, ¿no?) Una de las maneras de ver si dicen la verdad es mirando los documentos que presentan a la SEC y ver qué impuestos pagan sobre sus beneficios. Hay que tomar el número que declaran como beneficios antes de impuestos y deducir el 35%. Si el resto no es igual al importe que la compañía declaró como impuestos sobre beneficios, lo mejor que podemos hacer es empezar a dudar.

Warren ha aprendido, con los años, que las compañías que se dedican sistemáticamente a engañar al IRS normalmente también engañan a sus accionistas. La belleza de una compañía con una ventaja competitiva a largo plazo es que gana tanto dinero que no tiene que engañar a nadie para resultar atractiva.

Beneficio neto: lo que Warren busca

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Gastos de explotación:	
Gastos de ventas, generales y administrativos	2.100
Investigación y desarrollo	1.000
Amortización	700
Beneficio de explotación	3.200
Gastos financieros	200
Ganancias (pérdidas) en la venta de activos	1.275
Otros	225
Beneficio antes de impuestos	1.500
Impuestos sobre beneficios	525
→ Beneficio neto	975

Una vez que se han deducido todos los gastos e impuestos de los ingresos de una compañía, finalmente obtenemos las ganancias netas, es decir, el dinero que ha ganado la compañía después de pagar todos los impuestos. Existen un par de conceptos que Warren utiliza cuando mira este número y que le ayudan a determinar si la compañía tiene ventaja competitiva duradera; así que nosotros también vamos a empezar por aquí.

El primero de la lista de Warren es si los beneficios netos muestran o no una tendencia histórica al crecimiento. Para Warren, la entrada de los beneficios netos de un año aislado no tiene ningún valor; lo que le interesa es saber si existe o no una regularidad en los beneficios y si la tendencia a largo plazo es el crecimiento; dos indicadores que equivalen a «durabilidad» de la ventaja competitiva. Para Warren, no es necesario que la evolución sea absolutamente regular, sino que lo que busca es una tendencia histórica al crecimiento.

Pero hay que tener en cuenta lo siguiente: a causa de los programas de recompra de acciones, la tendencia de los beneficios netos históricos de una compañía puede ser diferente de la tendencia de sus beneficios históricos por acción. Los programas de compra de acciones propias harán aumentar los beneficios por acción, reduciendo el número de acciones en circulación. Si una compañía reduce el número de acciones en circulación, se estará reduciendo el número de acciones que se utilizan para dividir los beneficios netos de la compañía, lo que a su vez hará aumentar los beneficios por acción, aunque los beneficios netos reales no hayan crecido. En algunos ejemplos extremos, el programa de compra de acciones propias puede incluso provocar un aumento en los beneficios por acción, aunque la compañía experimente una reducción de sus beneficios netos.

Como muchos análisis financieros se concentran en los beneficios por acción de la compañía, Warren mira los beneficios netos del negocio para ver qué es lo que realmente está ocurriendo.

Lo que ha aprendido es que las compañías con ventaja competitiva

duradera presentan un porcentaje superior de beneficios netos en relación con los ingresos totales de las empresas de la competencia. Warren dice que, ante la posibilidad de escoger entre un3 compañía que ganara 2.000 millones de dólares sobre unos ingresos totales de 10.000 millones de dólares o una que ganara 5.000 millones de dólares sobre unos ingresos totales de 100.000 millones, él escogería la compañía que gana 2.000 millones de dólares. Haría esta elección porque la compañía con unos beneficios netos de 2.000 millones estaría ganando un 20% sobre sus ingresos totales, mientras que la compañía con unos beneficios de 5.000 millones sólo ganaría el 5% sobre sus ingresos totales.

Así pues, el importe de los ingresos totales nos dice muy poco sobre el rendimiento económico del negocio, mientras que su relación con los beneficios netos nos explica mucho sobre la rentabilidad del negocio en comparación con otros.

Un negocio fantástico como Coca-Cola gana un 21% de sus ingresos totales, y la increíble Moody's gana el 31%, lo cual refleja el rendimiento económico subyacente superior de estas empresas. Pero una compañía como Southwest Airlines gana un mediocre 7%, lo que refleja la naturaleza sumamente competitiva del sector de las líneas aéreas, en el cual no hay ninguna compañía con una ventaja competitiva a largo plazo sobre las demás. Por su parte, General Motors, incluso en un año magnífico -en el que no pierde dinero- gana sólo el 3% de sus ingresos totales. Ello es indicativo del pésimo rendimiento económico inherente al super competitivo sector de la automoción.

Una norma muy sencilla (que tiene sus excepciones) es que si una compañía presenta un historial de beneficios netos superior al 20% de sus ingresos totales, existen muchas posibilidades de que ésta se esté beneficiando de algún tipo de ventaja competitiva a largo plazo. Asimismo, si una compañía presenta sistemáticamente unos beneficios netos inferiores al 10% sobre sus ingresos totales, entonces es muy probable que ésta opere en un sector altamente competitivo en el que ninguna compañía tenga una ventaja competitiva duradera. Ello deja, evidentemente, una enorme zona gris de empresas que ganan entre un 10 y un 20% sobre sus ingresos totales, una zona atestada de negocios que pueden ser un verdadero tesoro como inversión a largo plazo y que aún no ha descubierto nadie.

Una de las excepciones a esta norma son los bancos y las empresas financieras. En estas compañías una relación anormalmente alta entre los beneficios netos y los ingresos totales significa, normalmente, que se han asumido unos riesgos excesivos. Aunque los números parecen muy tentadores, éstos en realidad indican la aceptación de unos riesgos más altos a cambio de dinero fácil, que en el mundo de los préstamos es normalmente una receta para ganar dinero rápido a costa del desastre a largo plazo. Y los desastres financieros no son la manera de hacerse rico.

20

Beneficios por acción: cómo Warren diferencia a los vencedores de los perdedores

Los *beneficios por acción* son los beneficios netos de la compañía por acción durante un período determinado. Éste es un número muy importante en el mundo de las inversiones, porque, por norma general, cuanto más gana una compañía por acción, más alto es el precio de la acción. Para determinar los beneficios por acción de una compañía, debemos tomar el importe de los beneficios netos y dividirlo por el número de acciones en circulación. Por ejemplo, si una compañía tuvo unos beneficios netos de 10 millones de dólares en un año y tiene un millón de acciones en circulación, los beneficios por acción para ese año serán de 10 dólares.

La cifra de beneficios por acción de un único año no sirve para identificar una compañía con una ventaja competitiva duradera, pero las cifras de beneficios por acción a lo largo de un período de diez años sí que dan una imagen muy clara de si la compañía tiene una ventaja competitiva a largo plazo que actúa a su favor. Lo que Warren busca es una imagen de beneficios por acción en un intervalo de diez años que muestre regularidad y una tendencia al alza.

Algo parecido a:

08	2,95 dólares
07	2,68 dólares
06	2,37 dólares
05	2,17 dólares
04	2,06 dólares
03	1,95 dólares
02	1,65 dólares
01	1,60 dólares
00	1,48 dólares
99	1,30 dólares
98	1,42 dólares

Esta información muestra a Warren que la compañía presenta unos beneficios regulares con tendencia al alza, un indicio excelente de que tiene algún tipo de ventaja competitiva a largo plazo que actúa en su favor. Los beneficios sistemáticos son normalmente el indicio de que la empresa vende un producto o una combinación de productos que no debe pasar por ningún proceso de cambio oneroso. La tendencia ascendente en los beneficios significa que el rendimiento económico es lo bastante fuerte como para que pueda realizar los desembolsos necesarios para aumentar la cuota de mercado a través de la publicidad o la expansión, o utilizar ingeniería financiera como la compra de acciones propias.

Las compañías de las que Warren se aleja presentan una imagen de beneficios errática con el siguiente aspecto:

08	2,50 dólares
07	(0,45) dólares (pérdidas)
06	3,89 dólares
05	(6,05) dólares (pérdidas)
04	6,39 dólares
03	5,03 dólares
02	3,35 dólares
01	1,77 dólares
00	6,68 dólares
99	8,53 dólares
98	5,24 dólares

Aquí puede apreciarse una tendencia descendente, puntuada con algunas pérdidas, que indica a Warren que esta compañía se encuentra en un sector altamente competitivo proclive a los grandes altibajos. Las alzas aparecen cuando la demanda es superior a la oferta, pero cuando la demanda es alta, la compañía aumenta la producción para satisfacerla, lo que hace aumentar los costes y, a la larga, lleva a un exceso de oferta en el sector. Este exceso provoca una caída de precios, lo cual significa que la compañía pierde dinero hasta que llega la siguiente alza. Existen miles de empresas de este tipo, y las enormes oscilaciones en el precio de sus acciones, provocadas por los beneficios erráticos de cada compañía, hacen que los inversores en valor tradicionales tengan la impresión de estar comprando oportunidades. Pero lo que realmente están adquiriendo es un largo y lento paseo en barca hacia la nada.

Balance de situación

«Una circunstancia que descubrirá en la mayoría de los negocios y también de las personas, que resulta bastante interesante y en la que la gente no piensa lo suficiente, es que la vida suele romperse por su eslabón más débil. Según mi experiencia, la mayor parte de los fracasos que he visto en mi vida han estado causados por la bebida y las deudas, es decir, el dinero que se pide prestado.»

WARREN BUFFETT

Balance de situación en general

Una de las primeras tareas que realiza Warren cuando intenta descubrir si una compañía tiene una ventaja competitiva duradera es estudiar sus activos disponibles -concretamente, el dinero en efectivo y los bienes inmuebles- y la cantidad de dinero que debe a sus proveedores, a los bancos y a los titulares de obligaciones. Para ello, lo que hace es analizar el balance de situación.

Los balances de situación, a diferencia de las cuentas de pérdidas y ganancias, son válidos únicamente en una fecha concreta. No existe ningún tipo de cálculo que pueda considerarse un balance de situación para el año o el trimestre. Podemos crear un balance de situación para cualquier día del año, pero éste únicamente será válido para esa fecha en concreto. El departamento de contabilidad de una compañía genera un balance de situación al final de cada trimestre fiscal, y ese estado hay que verlo como una instantánea de la situación financiera de la compañía en la fecha concreta en la que se generó.

Un balance de situación se divide en dos partes: la primera comprende todos los activos (existen muchos tipos de activos diferentes); se incluye el efectivo, las cuentas a cobrar, el inventario, los bienes inmuebles, la planta y los equipos. La segunda comprende el pasivo y el patrimonio neto.

Bajo el concepto de *pasivo* encontrarnos dos tipos diferentes: el pasivo corriente y el pasivo no corriente. El *pasivo corriente* es el dinero que se debe dentro del año, que incluye las cuentas a pagar, los gastos diferidos, la deuda a corto plazo y la deuda a largo plazo vencida. El *pasivo no corriente* es aquel que vencerá en un año o un plazo más largo e incluye el dinero que se adeuda a los proveedores, los impuestos no pagados, los préstamos bancarios y los empréstitos en obligaciones.

Warren, en su búsqueda de compañías con una ventaja competitiva duradera, busca cosas concretas dentro de cada categoría de activos y pasivos, que explicaremos algo más adelante en este libro.

Si tomamos todos los activos y les restamos todos los pasivos, obtendremos el patrimonio neto del negocio, que es lo mismo que los fondos propios. Por ejemplo, si el negocio tiene unos activos con un valor de 100.000 dólares y un pasivo de 25.000 dólares, entonces el negocio tendrá un patrimonio neto, o fondos propios, de 75.000 dólares. Pero si el negocio tiene unos activos con un valor de 100.000 dólares y un pasivo de 175.000 dólares, entonces el negocio tendrá un patrimonio neto negativo, o fondos propios negativos, de 75.000 dólares.

Activos menos pasivo = patrimonio neto o fondos propios

Bien, aquí termina la introducción al balance de situación, así que ahora pasaremos a ver cómo Warren utiliza el balance de situación y todas sus subcategorías para identificar una compañía con ventaja competitiva duradera sobre la competencia.

Balance de situación (en millones de dólares)

Activo		**Fondos propios**	
Bienes inmuebles/planta/equipos	8.493	Acciones preferentes	0
Fondo de comercio, neto	4.246	Acciones ordinarias	1.296
Intangibles, neto	7.863	Prima de emisión	7.378
Inversiones a largo plazo	7.777	Acciones propias (ordinarias)	-23.375
Otros activos a largo plazo	2.675	Reservas	36.235
Otros activos	0	Total fondos propios	21.534
Total activos no corrientes	31.054		
		Pasivo	
Existencias	2.220	Intereses minoritarios	0
Cuentas a cobrar, neto	3.317	Deuda a largo plazo	3.277
Otros activos corrientes	0	Otras deudas	3.133
Gastos diferidos	2.260	Impuesto sobre beneficios diferido	1.890
Efectivo e inversiones a corto plazo	4.208	Total pasivo no corriente	8.300
Total activos corrientes	12.005		
		Deuda a corto plazo	5.919
		Deuda a largo plazo vencida	133
		Otros pasivos corrientes	258
		Cuentas a pagar	1.380
		Gastos anticipados	5.535
		Total pasivo corriente	13.225
Total activo	43.059	Total fondos propios y pasivo	43.059

Activos

BALANCE DE SITUACIÓN/ACTIVO (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Bienes inmuebles/planta/equipos	8.493
Fondo de comercio, neto	4.246
Intangibles, neto	7.863
Inversiones a largo plazo	7.777
Otros activos a largo plazo	2.675
Otros activos	0
Total activos no corrientes	31.054
Existencias	2.220
Cuentas a cobrar, neto	3.317
Otros activos corrientes	0
Gastos diferidos	2.260
Efectivo e inversiones a corto plazo	4.208
Total activos corrientes	12.005
Total activo	43.059

Aquí es donde se guarda todo lo bueno: el dinero en efectivo, la planta y los equipos, las patentes y todo lo que genera riqueza. Todo ello se encuentra dentro del balance de situación de la compañía bajo la cabecera de «activos».

En el balance de situación, los responsables financieros dividían

antiguamente los activos corporativos en dos grupos diferentes: los activos corrientes y todos los demás activos.

Los activos corrientes incluyen el «efectivo y equivalentes de efectivo», las «inversiones a corto plazo», las «cuentas a cobrar netas», las «existencias» y un fondo general conocido como «otros activos». Todos ellos se conocen como activos corrientes debido a que son en efectivo o bien pueden convertirse o se convertirán en efectivo en un período muy corto (normalmente en el plazo de un año). Por norma general, aparecen listados en el balance de situación por orden inverso de su liquidez (que significa la rapidez con la que pueden convertirse en efectivo). Históricamente, los activos corrientes también se han conocido como *activos rápidos, líquidos* o *flotantes.* Lo que es importante saber sobre ellos es su disponibilidad para ser convertidos en efectivo y para disponer de ellos en caso de que el rendimiento económico de la empresa empiece a empeorar y si otras fuentes de capital operativo para las actividades diarias empiezan a desaparecer. (Si no puede imaginarse ninguna fuente de capital operativo que desaparece de un día para el otro, sólo debe pensar en Bear Stearns.)

Todos los demás activos son aquellos que no son corrientes, lo cual significa que no se convertirán o que no pueden convertirse en efectivo dentro del plazo de un año; éstos aparecen listados en una categoría independiente inmediatamente antes de los activos corrientes. Dentro de esta categoría se encuentran las inversiones a largo plazo, los bienes inmuebles/planta/equipos, el fondo de comercio, los activos intangibles, la amortización acumulada, otros activos y los cargos por activos a largo plazo

diferidos.

Colectivamente, estos dos grupos de activos componen los activos totales de la compañía. Individual y colectivamente, a través de su calidad y cantidad, indican a Warren muchas cosas sobre el carácter económico de un negocio y si éste posee o no la tan codiciada ventaja competitiva duradera que le convertirá en un hombre inmensamente rico.

Es por ello que vamos a dedicar los dos capítulos siguientes a analizar los tipos de activos individuales y cómo los utiliza Warren para identificar una compañía con ventaja competitiva duradera.

Así pues, vamos a analizar las categorías y cómo podemos utilizarlas individual y colectivamente para que nos ayuden a identificar el negocio excepcional, con una ventaja competitiva a largo plazo a su favor.

Ciclo de activos corrientes: cómo hacer dinero

BALANCE DE SITUACIÓN/ACTIVOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
→ Existencias	2.220
→ Cuentas a cobrar, neto	3.317
Otros activos corrientes	0
Gastos diferidos	2.260
→ Efectivo e inversiones a corto plazo	4.208
Total activos corrientes	12.005

Los activos corrientes también se conocen como *activos operativos* del negocio, porque son los que se encuentran dentro del ciclo de efectivo que se dedica a la compra de inventario; a continuación, este inventario se vende y se convierte en cuentas a cobrar. Las cuentas a cobrar, una vez abonadas, vuelven al efectivo. Efectivo -► inventario -► cuentas a cobrar -► efectivo. Este ciclo se repite una y otra vez, y así es como la compañía gana dinero.

Los diferentes elementos del ciclo de activos corrientes pueden dar mucha información a Warren sobre la naturaleza económica del negocio y si éste posee ventaja competitiva duradera en el mercado.

24

Efectivo y equivalentes de efectivo: el botín de Warren

Balance de situación/activos (en millones de dólares)	
→ Existencias	2.220
→ Cuentas a cobrar, neto	3.317
Otros activos corrientes	0
Gastos diferidos	2.260
→ Efectivo e inversiones a corto plazo	4.208
Total activos corrientes	12.005

Una de las primeras acciones que Warren lleva a cabo es mirar los activos para ver cuánto efectivo y equivalentes de efectivo tiene una compañía. Este activo es lo que realmente dice su nombre -efectivo- o bien es el equivalente de efectivo, como, por ejemplo, un certificado de depósito a corto plazo en el banco, títulos del tesoro a tres meses u otros activos altamente líquidos. Una cifra elevada de efectivo o de equivalentes de efectivo indica a Warren una de las dos siguientes cosas: o bien que una compañía tiene una ventaja competitiva que genera una gran cantidad de efectivo, lo que es un dato positivo, o bien que simplemente ha vendido un negocio o muchos bonos, lo

cual puede ser algo no tan bueno. Una cantidad baja o la falta de reservas de efectivo significan, normalmente, que la compañía tiene un rendimiento económico bajo o mediocre. Para saber a qué tipo de empresa nos estamos enfrentando, vamos a analizar en mayor profundidad el activo de efectivo.

Las compañías, tradicionalmente, mantienen una provisión de efectivo para las operaciones comerciales. Podemos imaginar esta reserva como un gran talonario de cheques. Pero si ganamos más de lo que gastamos, este efectivo empieza a acumularse y crea el problema de inversión de qué hacer con todo este exceso de efectivo, lo que es un problema que a todo el mundo le gustaría tener.

Puesto que el efectivo rinde muy poco si se tiene estático en una cuenta bancaria o en un depósito, es mejor utilizar los activos en operaciones comerciales o inversiones que generen un rendimiento mayor. ¿Qué prefiere tener, un certificado de depósito que le dé un 4% sobre el dinero invertido o una finca de apartamentos que le permita ganar un 20% sobre su inversión? Evidentemente, preferirá la finca de apartamentos. Pues lo mismo ocurre con un negocio. El dinero entra por la puerta, y si entra más rápidamente de lo que se necesita para cubrir los costes operativos, entonces éste empieza a acumularse; a medida que se va acumulando, la compañía debe decidir qué hacer con él. Tradicionalmente, las compañías han utilizado el excedente de efectivo para ampliar sus operaciones, pero los negocios nuevos invierten en negocios de los que adquieren la propiedad parcial a través del mercado bursátil, compran acciones propias o bien pagan dividendos a los accionistas. Pero a menudo simplemente lo guardan para cuando lleguen tiempos peores.

Uno no puede estar nunca demasiado preparado, financieramente hablando, en nuestro mundo en cambio constante y tan desafiante.

Una compañía dispone básicamente de tres maneras de crear una gran reserva de efectivo. Puede vender obligaciones o acciones al público, con lo cual se crea una reserva de efectivo antes de hacer uso de éste. También puede vender un negocio existente u otros activos propiedad de la compañía, con lo cual también se crea una reserva de efectivo antes de que la compañía encuentre otros usos para éste. O bien tiene un negocio que genera más efectivo del que necesita para su funcionamiento. Es precisamente este último escenario de una gran reserva de efectivo creada por un negocio que genera más de lo que necesita lo que atrae realmente la atención de Warren. Porque una compañía que dispone de un excedente de efectivo como resultado de su actividad comercial es a menudo un negocio que dispone de algún tipo de ventaja competitiva duradera a su favor.

Cuando Warren ve una compañía que sufre un problema económico a corto plazo que provoca que el precio de sus acciones en Wall Street, con muy poca visión de futuro, bajen, Warren mirará el efectivo o los títulos realizables que la compañía ha acumulado, para así tener una idea de si dispone de la fuerza financiera necesaria para salir de los problemas en los que se ha metido.

Así pues, la norma es la siguiente: si vemos una gran reserva de capital y de títulos realizables y muy poca o ninguna deuda, existen muchas posibilidades de que el negocio siga adelante y supere los momentos difíciles. Pero si la compañía lucha por conseguir efectivo y soporta una deuda muy

elevada, entonces probablemente se trate de un barco que se está hundiendo y que ni el más hábil de los gerentes podrá salvar.

Una prueba muy sencilla para ver exactamente qué es lo que crea el efectivo es mirar los balances de situación de los últimos siete años. Ello sacará a la luz si la provisión de efectivo fue creada por un hecho puntual, como, por ejemplo, la venta de obligaciones o acciones nuevas o la venta de un activo o un negocio existente, o bien fue creada por las operaciones comerciales continuadas. Si vemos una gran cantidad de deuda, muy probablemente no estaremos ante un negocio excepcional. Pero si vemos un montón de efectivo acumulándose y poca o ninguna deuda, y ninguna venta de acciones nuevas o activos, y también vemos un historial de ganancias sistemáticas, entonces probablemente nos encontraremos ante un negocio excelente con la ventaja competitiva duradera que Warren busca: el tipo de compañía que nos convertirá en inmensamente ricos a largo plazo.

Y no debemos olvidar que el efectivo es el rey durante los tiempos difíciles, por lo que, si disponemos de él cuando la competencia no lo tiene, entonces nosotros tendremos el mando.

Y tener el mando es lo mejor que puede ocurrimos.

25

Existencias: lo que la compañía debe comprar y lo que debe vender

Balance de situación/activos (en millones de dólares)	
→ Existencias	2.220
Cuentas a cobrar, neto	3.317
Otros activos corrientes	0
Gastos diferidos	2.260
Efectivo e inversiones a corto plazo	4.208
Total activos corrientes	12.005

Las existencias son el conjunto de productos que la compañía tiene almacenados para vender. Puesto que el balance de situación es siempre de un día concreto, el importe que aparece en el balance de situación de las existencias es el valor del inventario de la compañía para esa fecha específica.

Muchos negocios corren el riesgo de que sus existencias pasen a ser obsoletas. Pero tal como ya hemos discutido antes, las compañías productoras con una ventaja competitiva duradera tienen una virtud: los productos que venden no cambian nunca y, en consecuencia, nunca quedan obsoletos. Ésta es una de las ventajas que Warren quiere ver.

Cuando intente identificar una compañía productora con una ventaja competitiva duradera, busque unas existencias y unos beneficios netos que suban de modo correspondiente. Ello indica que la compañía encuentra maneras rentables de aumentar las ventas y que este incremento de las ventas ha exigido un aumento de las existencias para poder servir los pedidos a tiempo.

Las compañías productoras con existencias que crecen rápidamente durante unos pocos años, y después bajan con la misma rapidez, son, probablemente, compañías que trabajan en sectores altamente competitivos, sujetos a grandes altibajos. Y nadie se ha hecho nunca rico invirtiendo en este tipo de empresas.

26

Cuentas a cobrar netas: el dinero que se debe a la compañía

BALANCE DE SITUACIÓN/ACTIVOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Existencias	2.220
→ Cuentas a cobrar, neto	3.317
Otros activos corrientes	0
Gastos diferidos	2.260
Efectivo e inversiones a corto plazo	4.208
Total activos corrientes	12.005

Cuando una compañía vende sus productos a un comprador, lo hace cobrando su precio por adelantado o acordando un pago a treinta días una vez que el comprador haya recibido los artículos. En algunos negocios, estos pagos se realizan a plazos incluso más largos. Las ventas que se encuentran en este limbo en el que aún no se han cobrado se conocen como *cuentas a cobrar.* Éste es el dinero que se debe a la compañía. Puesto que un cierto porcentaje de compradores a los que se vendieron artículos no pagarán, siempre se deduce de las cuentas a cobrar un importe predeterminado de deudas incobrables, lo cual nos da las cuentas a cobrar netas.

Las cuentas a cobrar menos las deudas incobrables nos dan las cuentas a cobrar netas.

Las cuentas a cobrar netas como número por sí solo nos dice muy poco sobre la ventaja competitiva a largo plazo de una compañía. No obstante, sí que nos dice mucho sobre las diferentes compañías dentro de un mismo sector. En industrias muy competitivas, algunas compañías intentarán ganar cierta ventaja ofreciendo mejores condiciones de pago: en lugar de exigir los pagos a 30 días pueden exigirlos a 120. Ello provocará un aumento de las ventas y un aumento de las cuentas a cobrar.

Si una compañía presenta sistemáticamente un porcentaje inferior que la competencia de cuentas a cobrar netas en relación con las ventas brutas, ésta tendrá normalmente algún tipo de ventaja competitiva a su favor que las demás no tienen.

Gastos diferidos/otros activos corrientes

BALANCE DE SITUACIÓN/ACTIVOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Existencias	2.220
Cuentas a cobrar, neto	3.317
→ Otros activos corrientes	0
→ Gastos diferidos	2.260
Efectivo e inversiones a corto plazo	4.208
Total activos corrientes	12.005

Algunas veces, las compañías pagan por unos productos o servicios que recibirán en un futuro cercano. Es decir, abonan una cantidad aunque todavía no hayan tomado posesión de los productos o no hayan recibido los beneficios del servicio. Aunque no se hayan recibido los productos o servicios, éstos ya se han pagado, por lo que son unos activos del negocio. Éstos se consideran como activos corrientes en la cuenta de gastos diferidos. Las primas de los seguros, que se pagan por adelantado, serían uno de estos prepagos. Los gastos diferidos nos ofrecen muy poca información sobre la naturaleza del negocio, o sobre si se beneficia de una ventaja competitiva duradera.

Otros activos corrientes son los activos que no son en efectivo que venden a lo largo del año, pero que aún no se encuentran en manos de la compañía. Éstos incluyen casos como las recuperaciones de impuestos a las ganancias diferidos, que vencen dentro del año pero que aún no son dinero en efectivo.

Activos corrientes totales y coeficiente de solvencia

BALANCE DE SITUACIÓN/ACTIVOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Existencias	2.220
Cuentas a cobrar, neto	3.317
Otros activos corrientes	0
Gastos diferidos	2.260
Efectivo e inversiones a corto plazo	4.208
→ Total activos corrientes	12.005

Los activos corrientes totales son una cifra que ha tenido desde hace mucho tiempo un papel muy importante en el análisis financiero. Los analistas acostumbran a decir que, restando el pasivo corriente de una compañía de sus activos corrientes, se obtiene una idea de si la compañía puede hacer frente a sus obligaciones de deuda a corto plazo. Estos analistas desarrollaron el *coeficiente de solvencia,* que se obtiene dividiendo los activos corrientes por el pasivo corriente; cuanto más alta es la proporción, más líquido tiene la compañía. Un coeficiente de solvencia superior a 1 se considera bueno,

mientras que cualquier valor inferior se considera malo. Si es inferior a 1, se considera que la compañía puede tener dificultades para satisfacer las obligaciones a corto plazo ante sus acreedores.

Lo divertido de muchas compañías con una ventaja competitiva duradera es que con frecuencia su coeficiente de solvencia se encuentra por debajo de este mágico 1. Moody's presenta un 0,64; Coca-Cola, un 0,95; Procter & Gamble, un 0,82, y Anheuser-Busch, un 0,88. Lo cual, desde la perspectiva de la vieja escuela, significa que estas compañías pueden tener dificultades para hacer frente a su pasivo corriente. Lo que sucede, en realidad, es que su rentabilidad es tan alta que puede cubrir fácilmente todo su pasivo corriente. Además, como resultado de su alta rentabilidad, estas compañías no tienen ningún problema para recurrir al mercado de valores comercial barato y a corto plazo para conseguir algo de efectivo adicional a corto plazo.

Gracias a su gran rentabilidad, también pueden pagar unos generosos dividendos y realizar compras de acciones propias, dos operaciones que reducen las reservas de efectivo y contribuyen a que su coeficiente de solvencia caiga por debajo de 1. Pero es la regularidad de su rentabilidad -resultado de su ventaja competitiva duradera- lo que garantiza que podrán cubrir su pasivo corriente y no serán presa de las vicisitudes de los ciclos y las recesiones del negocio.

Es decir, que existen muchas compañías con una ventaja competitiva duradera que tienen un coeficiente de solvencia inferior a 1. Estas compañías crean una anomalía que convierte el coeficiente de solvencia en algo prácticamente inútil para identificar si una empresa tiene ventaja competitiva

duradera.

Propiedades, plantas de producción y equipos: para Warren, no tenerlos puede ser positivo

BALANCE DE SITUACIÓN/ACTIVOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Total activos corrientes	12.005
→ Bienes inmuebles/planta/equipos	8.493
Fondo de comercio, neto	4.246
Intangibles, neto	7.863
Inversiones a largo plazo	7.777
Otros activos a largo plazo	2.675
Otros activos	0
Total activos no corrientes	31.054
Activos totales	43.059

Los bienes inmuebles de una compañía, su planta de producción y sus equipos, así como su valor colectivo, aparecen en el balance de situación como un activo, con su coste original menos la amortización acumulada. La amortización es el desgaste progresivo que experimentan la planta de producción y los equipos. Cada año se asume un gasto determinado de

amortización.

Las compañías que no tienen ninguna ventaja competitiva a largo plazo deben enfrentarse constantemente a la competencia, lo que implica que deben ir modernizando continuamente sus instalaciones de producción para continuar siendo competitivas, a menudo antes de que sus equipos hayan quedado obsoletos. Ello, evidentemente, crea un gasto continuo que suele ser bastante sustancial y que se suma a la cifra que aparece bajo «bienes inmuebles, planta y equipos» que la compañía presenta en su balance de situación.

Una compañía que tiene una ventaja competitiva duradera no debe modernizar constantemente su planta y sus equipos para continuar siendo competitiva. Tomemos, por ejemplo, al fabricante de chicles Wrigley. La compañía construye una planta para fabricar chicle y no debe modernizar ni la planta ni los equipos hasta que éstos no lleguen al final de su vida útil.

Así pues, la compañía con una ventaja competitiva duradera sustituye su planta y los equipos a medida que éstos llegan al final de su vida, mientras que la compañía sin ninguna ventaja competitiva duradera debe cambiarlos para poder seguir el ritmo de la competencia.

Una compañía con una ventaja competitiva duradera podrá financiar internamente cualquier planta o equipos nuevos, mientras que una compañía sin ninguna ventaja competitiva se verá obligada a recurrir a la deuda para financiar su necesidad constante de modernizar sus plantas para seguir estando a la altura de la competencia.

Todo ello podemos verlo en una compañía con una ventaja competitiva a

largo plazo como Wrigley, que tiene unas plantas y unos equipos con un valor de 1.400 millones de dólares, soporta una deuda de 1.000 millones de dólares y presenta unas ganancias próximas a los 500 millones de dólares anuales. Ahora comparemos a Wrigley con una compañía sin ninguna ventaja competitiva duradera como GM, que tiene unas plantas y unos equipos con un valor de 56.000 millones de dólares, soporta una deuda de 40.000 millones de dólares y durante los dos últimos años ha perdido dinero.

El chicle es un producto que no cambia demasiado, y la marca Wrigley garantiza una ventaja competitiva sobre la competencia. En cambio, GM debe competir directamente con todos los demás fabricantes de coches del planeta y sus productos deben modernizarse y rediseñarse constantemente para ir por delante de la competencia. Es decir, las plantas de GM deben renovarse regularmente para poder producir los productos nuevos.

Fabricar chicle es un negocio mucho mejor y mucho más rentable para los accionistas que fabricar coches. Pensemos en lo siguiente: 100.000 dólares invertidos en Wrigley en el año 1990 serían unos 547.000 en 2008. Pero 100.000 dólares invertidos en GM en 1990 serían unos 97.000 dólares en 2008. Ello arroja una diferencia de 460.000 dólares a favor accionarial de Wrigley. Estos últimos han seguido el camino más directo hacia la riqueza, mientras que los accionistas de GM han visto como sus fortunas se esfumaban.

Tal como dice Warren, fabricar un producto uniforme que no necesita cambiar equivale a unos beneficios sistemáticos. El producto uniforme significa que no hay ninguna necesidad de destinar grandes cantidades de

dinero a actualizar las plantas y los equipos sólo para seguir siendo competitivos, lo cual libera mucho dinero para dedicarlo a otras operaciones generadoras de ganancias. Para convertirnos en ricos, en primer lugar debemos ganar dinero, y lo mejor es ganar mucho dinero. Una de las maneras de lograrlo es no tener que gastar grandes cantidades únicamente para no ser menos que los vecinos.

Fondo de comercio

BALANCE DE SITUACIÓN/ACTIVOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Total activos corrientes	12.005
Bienes inmuebles/planta/equipos	8.493
→ Fondo de comercio, neto	4.246
Intangibles, neto	7.863
Inversiones a largo plazo	7.777
Otros activos a largo plazo	2.675
Total activos no corrientes	31.054
Activos totales	43.059

Cuando Exxon compra la compañía petrolera XYZ y Exxon paga un precio superior al valor contable de XYZ, este precio adicional se registra en el balance de situación de Exxon bajo la partida de «fondo de comercio». Si se compran muchas compañías por un precio superior a su valor contable, se termina teniendo mucho fondo de comercio en el balance de situación.

El fondo de comercio se solía restar de las ganancias del negocio siguiendo un proceso de amortización, lo cual generaba un cargo anual sobre las ganancias en la cuenta de pérdidas y ganancias bajo la partida de

«amortización del fondo de comercio». Con el tiempo, la FASB (Financial Accounting Standards Board) decidió que el fondo de comercio no tenía que amortizarse a menos que la compañía que lo tenía estuviera depreciándose en valor.

Siempre que vemos un aumento en el fondo de comercio de una compañía a lo largo de unos cuantos años, podemos asumir que esto ocurre porque la compañía está comprando otros negocios, lo que puede ser positivo si los negocios que adquiere también tienen una ventaja competitiva duradera. Si el valor del fondo de comercio permanece invariable año tras año, esto puede ocurrir porque la compañía paga un precio inferior al valor contable por un negocio, o porque no realiza ninguna adquisición.

Los negocios que se benefician de algún tipo de ventaja competitiva duradera no se venden prácticamente nunca por debajo de su valor contable. Y decimos prácticamente nunca porque algunas veces esto sí que ocurre, y cuando ocurre, podemos estar ante la gran oportunidad de nuestra vida.

Activos intangibles: medir lo que no puede medirse

BALANCE DE SITUACIÓN/ACTIVOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Total activos corrientes	12.005
Bienes inmuebles/planta/equipos	8.493
Fondo de comercio, neto	4.246
→ Intangibles, neto	7.863
Inversiones a largo plazo	7.777
Otros activos a largo plazo	2.675
Total activos no corrientes	31.054
Activos totales	43.059

Los activos intangibles son activos que no pueden tocarse físicamente, como patentes, derechos de autor, marcas comerciales, franquicias, nombres de marcas y similares. Hace mucho tiempo, una compañía podía asignar a sus intangibles cualquier valoración que creyera que pudieran tener. Esto produjo algunas valoraciones muy interesantes y muchos abusos. Actualmente, las compañías no pueden incluir en sus balances de situación ningún activo intangible desarrollado internamente. De este modo se ha puesto fin a las

fantasiosas valoraciones de los activos intangibles en el balance de situación.

No obstante, los activos intangibles adquiridos a un tercero sí que se incluyen en el balance de situación con su valor justo. Si un activo tiene una vida finita, como ocurre, por ejemplo, con las patentes, éste se amortiza a lo largo de su vida útil con un cargo anual en la cuenta de pérdidas y ganancias y en el balance de situación.

Con las compañías que tienen alguna ventaja competitiva duradera se produce una situación algo extraña. Veamos qué ocurre, por ejemplo, con la compañía Coca-Cola. El nombre de la marca Coca-Cola tiene un valor superior a los 100.000 millones de dólares, pero, como es un nombre de marca desarrollado internamente, su valor real como activo intangible no aparece reflejado en el balance de situación de Coca-Cola. Lo mismo ocurre con Wrigley, Pepsi Co., McDonald's o incluso Wal-Mart. Todas estas compañías se benefician de una ventaja competitiva duradera vinculada directamente a su nombre, pero el valor de su mayor activo, que es su propio nombre, no aparece reflejado en sus balances de situación.

Ésta es una de las razones que ha provocado que la fuerza de la ventaja competitiva duradera para aumentar la riqueza de los accionistas haya permanecido oculta a los inversores durante tanto tiempo. Como no comparaban las cuentas de pérdidas y ganancias a lo largo de un período de diez años, los inversores no tenían ningún modo de saber qué estaba ahí ni de descubrir su potencial para convertirles en inmensamente ricos. Es por ello que Warren mantuvo unas grandes inversiones en compañías tan visibles como Coca-Cola mientras todo el mundo se preguntaba por qué lo hacía, ya

que nadie sabía cuáles eran sus razones. Coca-Cola era demasiado cara para tener sentido para los inversores de valor que seguían las tesis de Graham, y su precio no era lo bastante volátil para resultar interesante para los corredores de bolsa de Wall Street. Lo que Warren veía, y lo que nadie más sabía ver, era la ventaja competitiva duradera de Coca-Cola y la rentabilidad a largo plazo que ésta implicaba. Una rentabilidad que, con el tiempo, le ayudaría a convertirse en el hombre más rico del mundo.

Inversiones a largo plazo: uno de los secretos del éxito de Warren

BALANCE DE SITUACIÓN/ACTIVOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Total activos corrientes	12.005
Bienes inmuebles/planta/equipos	8.493
Fondo de comercio, neto	4.246
Intangibles, neto	7.863
→ Inversiones a largo plazo	7.777
Otros activos a largo plazo	2.675
Total activos no corrientes	31.054
Activos totales	43.059

Esta es una partida de activos del balance de situación de una compañía en la que se registra el valor de las inversiones a largo plazo (más de un año), como acciones, bonos y bienes inmuebles. Esta partida incluye inversiones en las filiales y sucursales de la compañía. Lo que resulta interesante de la partida de inversiones a largo plazo es que es un tipo de activo que se anota en los libros a su coste o valor de mercado, según cuál de ellos sea el inferior. Nunca puede aparecer a un precio superior a su coste ni tan siquiera si las

inversiones han aumentado su valor. Ello significa que una compañía puede tener un activo de gran valor que aparece en sus libros con una valoración considerablemente inferior a su precio de mercado.

Las inversiones a largo plazo de una compañía pueden decirnos mucho sobre la actitud de los altos cargos ante las inversiones. ¿Invierten en otros negocios que tienen ventajas competitivas duraderas, o bien invierten en negocios que trabajan en mercados sumamente competitivos? Algunas veces vemos que los altos cargos de un negocio maravilloso realizan enormes inversiones en negocios mediocres por la única razón de que creen que, cuanto más grande sea su compañía, mejor. Otras veces vemos a algún directivo inteligente de un negocio mediocre realizando inversiones en compañías con una ventaja competitiva duradera. Ésta es la manera en que Warren transformó su holding Berkshire Hathaway en el imperio que es actualmente. Berkshire fue, una vez, un negocio mediocre dentro del competitivo sector del textil. Warren adquirió una participación mayoritaria, dejó de pagar dividendos para así ir acumulando efectivo, y después tomó el capital circulante de la compañía y lo utilizó para comprar una compañía de seguros. Acto seguido, tomó los activos de la compañía de seguros y entró en una espiral de adquisiciones que duró cuarenta años y que implicó la compra de compañías con una ventaja competitiva duradera.

Si se besa a un negocio-rana las veces suficientes con una ventaja competitiva duradera, éste siempre terminará convirtiéndose en un negocio-príncipe.

O, en el caso de Warren, en 60.000 millones de dólares, que es el valor

actual de su participación en Berkshire.

Otros activos a largo plazo

BALANCE DE SITUACIÓN/ACTIVOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Total activos corrientes	12.005
Bienes inmuebles/planta/equipos	8.493
Fondo de comercio, neto	4.246
Intangibles, neto	7.863
Inversiones a largo plazo	7.777
→ Otros activos a largo plazo	2.675
Total activos no corrientes	31.054
Activos totales	43.059

Los «otros activos a largo plazo» no son más que una gran reserva de activos a largo plazo (unos activos con unas vidas útiles más largas de un año) que no entran dentro de las categorías de bienes inmuebles y equipos, fondo de comercio, intangibles e inversiones a largo plazo. Un ejemplo serían los gastos diferidos y los cobros de impuestos atrasados que deben recibirse en los años próximos.

Los otros activos a largo plazo pueden decirnos muy poco sobre si la compañía en cuestión tiene o no una ventaja competitiva duradera. Así pues, vamos a pasar a otra cuestión.

Activos totales y su rentabilidad

BALANCE DE SITUACIÓN/ACTIVOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Total activos corrientes	12.005
Bienes inmuebles/planta/equipos	8.493
Fondo de comercio, neto	4.246
Intangibles, neto	7.863
Inversiones a largo plazo	7.777
Otros activos a largo plazo	2.675
Total activos no corrientes	31.054
→ Activos totales	43.059

Si sumamos los activos corrientes y los activos no corrientes obtendremos los activos totales de la compañía. Estos activos totales coincidirán con el total del pasivo más los fondos propios. Unos se equilibran con los otros, y ello es lo que refleja un balance de situación.

Los activos totales son importantes para determinar la eficiencia con la que la compañía utiliza sus activos. Para medir la eficiencia de la compañía, los analistas han ideado lo que se conoce como la *tasa de rendimiento sobre*

los activos, que se calcula dividiendo las ganancias netas entre los activos totales.

El capital, no obstante, siempre representa un obstáculo para entrar en cualquier industria, y una de las cosas que ayuda a que la ventaja competitiva de una compañía sea duradera es el coste de los activos que se necesitan para entrar en el juego. Coca-Cola tiene unos activos de 43.000 millones de dólares con un rendimiento del 12%; Procter & Gamble tiene unos activos de 143.000 millones de dólares con un rendimiento del 7%; y Altria Group, Inc. tiene unos activos de 52.000 millones de dólares con un rendimiento del 24%. Pero una compañía como Moody's, con unos activos de 1.700 millones de dólares, presenta un rendimiento de los activos del 43%.

Mientras que muchos analistas sostienen que cuanto más alto sea el rendimiento de los activos, mejor, Warren ha descubierto que un rendimiento muy alto puede ser indicativo de la vulnerabilidad de la ventaja competitiva de la compañía. Conseguir 43.000 millones de dólares para comprar Coca-Cola es una tarea imposible y es algo que no va a ocurrir. Pero conseguir 1.700 millones de dólares para adquirir Moody's entra dentro del reino de lo posible. Aunque el rendimiento económico subyacente de Moody's es muy superior al de Coca-Cola, la durabilidad de la ventaja competitiva de Moody's es mucho más débil debido al coste inferior de entrar en su negocio.

La lección de este capítulo es que, algunas veces, *más* puede significar, en realidad, *menos* a largo plazo.

Pasivo corriente

BALANCE DE SITUACIÓN/PASIVO (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Deuda a corto plazo	5.919
Deuda a largo plazo vencida	133
Otros pasivos corrientes	258
Cuentas a pagar	1.380
Gastos anticipados	5.535
Total pasivo corriente	13.225

El pasivo corriente son las deudas y las obligaciones a las que debe hacer frente la compañía dentro del año fiscal. Este pasivo aparece en el balance de situación bajo las partidas de cuentas a pagar, gastos anticipados, deuda a corto plazo, deuda a largo plazo vencida y otros pasivos corrientes. A continuación vamos a estudiar cada una de estas partidas, para ver qué pueden decirnos sobre si una compañía tiene o no ventaja competitiva duradera sobre la competencia.

Cuentas a pagar, gastos anticipados y otros pasivos corrientes

BALANCE DE SITUACIÓN/PASIVO (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Deuda a corto plazo	5.919
Deuda a largo plazo vencida	133
→ Otros pasivos corrientes	258
→ Cuentas a pagar	1.380
→ Gastos anticipados	5.535
Total pasivo corriente	13.225

Las «cuentas a pagar» son el dinero que se debe a los proveedores que han vendido bienes y servicios a crédito a la compañía. Realizamos un pedido de café por un valor de 1.000 libras esterlinas, que nos mandan junto con una factura. Esta factura de 1.000 libras esterlinas por el café es una cuenta a pagar.

Los «gastos anticipados» son obligaciones que ha contraído la compañía pero que aún no han sido facturadas. Estos gastos incluyen los impuestos a pagar sobre las ventas, los salarios a pagar y los alquileres devengados. Contratamos a alguien y le decimos que vamos a pagarle a final de mes; cada día que trabaja hasta final de mes se contabiliza como un gasto devengado.

«Otros pasivos corrientes» es una partida de carácter general para todas las deudas a corto plazo que no pueden incluirse en ninguna de las categorías anteriores.

Las partidas de cuentas a pagar, gastos anticipados y otros pasivos corrientes pueden decirnos mucho sobre la situación actual de un negocio, pero como entradas en sí mismas nos dicen muy poco sobre la naturaleza económica a largo plazo del negocio y sobre si tiene una ventaja competitiva duradera o no. No obstante, el importe de la deuda a corto y a largo plazo que debe soportar una compañía sí puede decirnos mucho sobre el rendimiento económico de su negocio y sobre si tiene o no una ventaja competitiva duradera.

Deuda a corto plazo: cómo puede representar la muerte de una institución financiera

BALANCE DE SITUACIÓN/PASIVO (EN MILLONES DE DÓLARES)	
→ Deuda a corto plazo	5.919
Deuda a largo plazo vencida	133
Otros pasivos corrientes	258
Cuentas a pagar	1.380
Gastos anticipados	5.535
Total pasivo corriente	13.225

La «deuda a corto plazo» es dinero que la corporación debe y que tiene que pagar dentro del año. Esta deuda incluye los efectos comerciales y los préstamos bancarios a corto plazo. El dinero a corto plazo ha sido históricamente más barato que el dinero a largo plazo. Ello significa que es posible ganar dinero pidiendo prestado a corto plazo y prestándolo a largo plazo. Pedimos dinero prestado a corto plazo al 5% y lo préstamos a largo plazo al 7%. Parece muy sencillo, ¿verdad? Pero el problema de esta estrategia es que el dinero que pedimos prestado es a corto plazo. Ello significa que tenemos que devolverlo dentro del año, algo muy fácil de hacer

pidiendo prestado más dinero a corto plazo para devolver la deuda a corto plazo que va venciendo. En el mundo financiero, esto se conoce como *refinanciación de la deuda.* Y todo funciona muy bien hasta que los tipos de interés a corto plazo superan los tipos a los que prestamos el dinero a largo plazo, que eran del 7%. Todo parecía perfecto mientras los tipos a corto plazo eran del 5%, pero ahora que han subido al 89b tenemos que refinanciar nuestra deuda a corto plazo a un tipo de interés superior al que aplicamos nosotros a los préstamos a largo plazo. Y ello ya no nos gusta tanto.

Otra parte de la ecuación del desastre de pedir dinero prestado a corto plazo es qué ocurre si prestamos todo este dinero a largo plazo pero nuestros acreedores deciden no prestarnos más dinero a corto plazo. De repente nos encontramos con que tenemos que devolver todo este dinero que pedimos prestado a corto plazo y préstamos a largo plazo. Pero no tenemos este dinero, porque lo préstamos a largo plazo, lo que significa que no nos lo devolverán hasta dentro de muchos años.

Esto es lo que ocurrió con Bear Stearns. Pidieron prestado a corto plazo y compraron valores con respaldo hipotecario utilizándolos como garantía para los préstamos a corto plazo. Pero un día sus acreedores les dijeron: «No creemos que la garantía tenga el valor que ustedes nos dijeron que tenía, así que no vamos a prestarles más dinero y queremos recuperar todo el dinero que les hemos prestado». Ésta no era precisamente la mejor situación en la que podía encontrarse Bear Stearns.

La manera más inteligente y segura de ganar dinero en el sector de la banca es pedirlo prestado a largo plazo y prestarlo también a largo plazo. Es

por ello que los bancos intentan continuamente vendernos estos certificados de depósito a cinco y a diez años. No es la manera rápida y fácil de ganar dinero, que es pedirlo prestado a corto plazo, prestándolo a largo plazo, sino que es una manera de ganar dinero más sensata y mucho más conservadora. Y la sensatez es precisamente lo que queremos encontrar en un banco y en un banquero.

Cuando se trata de invertir en instituciones financieras, Warren se ha protegido siempre de las grandes compañías que piden prestado más dinero a corto plazo que a largo plazo. La preferida de Warren, Wells Fargo, tiene 57 centavos de deuda a corto plazo por cada dólar de deuda a largo plazo. Pero un banco agresivo como el Bank of America N.A. tiene 2,09 dólares de deuda a corto plazo por cada dólar de deuda a largo plazo. Y aunque ser agresivo puede comportar unas grandes ganancias de dinero a corto plazo, también lleva a menudo a desastres financieros a largo plazo. Y uno nunca se hace rico si se pone del lado de un desastre financiero.

En las épocas financieras más complicadas, son los bancos estables y conservadores, como Wells Fargo, los que tienen la ventaja competitiva sobre los bancos agresivos y especulativos que se han metido en problemas. La «durabilidad» se identifica con la estabilidad que aporta el espíritu conservador. Este banco tiene dinero cuando los demás presentan pérdidas, lo cual crea una oportunidad. Los tomadores de créditos agresivos de dinero a corto plazo se encuentran a menudo a merced de los cambios repentinos en los mercados de crédito, lo cual pone en riesgo todas sus operaciones y equivale a la pérdida de todo tipo de durabilidad de su modelo comercial. Y en

el mundo de los negocios, la durabilidad de una ventaja competitiva es muy similar a la virginidad: es más fácil de proteger que de recuperar.

Vencimiento de la deuda a largo plazo y problemas que puede causar

BALANCE DE SITUACIÓN/PASIVO (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Deuda a corto plazo	5.919
→ Deuda a largo plazo vencida	133
Otros pasivos corrientes	258
Cuentas a pagar	1.380
Gastos anticipados	5.535
Total pasivo corriente	13.225

En este capítulo hablaremos de la deuda a largo plazo que vence y que debe pagarse en el año en curso. Para la mayoría de los negocios, la deuda a largo plazo no es un pasivo corriente anual. No obstante, unas pocas corporaciones muy grandes sí tienen una parte de su deuda a largo plazo que vence anualmente. El problema puede aparecer cuando algunas compañías la agrupan con la deuda a corto plazo en el balance de situación, ya que con ello se crea la falacia de que la empresa tiene más deuda a corto plazo de la que realmente tiene.

Por norma general, las compañías con una ventaja competitiva duradera necesitan muy poca o ninguna deuda a largo plazo para poder seguir con sus operaciones comerciales y, en consecuencia, tienen muy poca o ninguna

deuda a largo plazo que vence. Así pues, si vemos una compañía que tiene mucha deuda a largo plazo que vence, existen muchas posibilidades de que esta compañía no disfrute de ninguna ventaja competitiva a largo plazo.

Siempre que compremos una participación en una compañía con una ventaja competitiva duradera, pero que haya pasado por un momento difícil debido a algún problema puntual y solucionadle, como, por ejemplo, una filial en un negocio diferente que necesite efectivo, lo mejor es mirar hacia el horizonte para ver cuánta deuda a largo plazo de la compañía va a vencer en los próximos años. Una deuda excesiva que venza en un único año puede asustar a los inversores, lo cual hará que podamos realizar la adquisición a un precio más bajo.

En una compañía mediocre que experimente unos problemas graves, una deuda excesiva que venza en el año actual puede llevar a problemas de flujo de efectivo e incluso a la bancarrota, lo cual significará la muerte para nuestra inversión. Y las inversiones que mueren no son una buena manera para hacerse rico.

Pasivo corriente total y coeficiente de solvencia

BALANCE DE SITUACIÓN/PASIVO (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Deuda a corto plazo	5.919
Deuda a largo plazo vencida	133
Otros pasivos corrientes	258
Cuentas a pagar	1.380
Gastos anticipados	5.535
→ Total pasivo corriente	13.225

Dividiendo el activo corriente total entre el pasivo corriente total puede determinarse la liquidez de la compañía; cuanto más alto sea el coeficiente de solvencia, más liquidez tendrá la compañía y más capacidad tendrá para pagar su pasivo corriente cuando éste venza. Un coeficiente de solvencia superior a 1 se considera bueno, y cualquier valor inferior a 1 se considera malo. Si es inferior a 1, se cree que la compañía puede tener dificultades para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo ante sus acreedores. No obstante, tal como ya hemos explicado en el capítulo 28, las compañías con

una ventaja competitiva duradera presentan a menudo unos coeficientes de solvencia inferiores a 1. Lo que provoca esta anomalía es la inmensa rentabilidad que crea la ventaja competitiva duradera. Es decir, que la imagen económica actual no exige el «cojín de liquidez» que sí necesita una compañía con un rendimiento económico inferior. (Para una discusión en mayor profundidad, volver al capítulo 28.) Aunque el coeficiente de solvencia tiene mucha importancia para determinar la liquidez de un negocio marginal o medio, éste nos dice muy poco sobre si una compañía tiene o no ventaja competitiva duradera.

Deuda a largo plazo: algo escaso en las grandes compañías

BALANCE DE SITUACIÓN/PASIVO (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Total pasivo corriente	13.225
Intereses minoritarios	0
→ Deuda a largo plazo	3.277
Otras deudas	3.133
Impuesto sobre beneficios diferido	1.890
Total pasivo no corriente	8.300
Total pasivo	21.525

La deuda a largo plazo es una deuda que vence en algún momento posterior a un año vista. En el balance de situación, ésta aparece bajo la partida de «pasivo a largo plazo». Si la deuda vence dentro del año, entonces es deuda a corto plazo y aparece bajo el «pasivo corriente» de la compañía. En la búsqueda de Warren de un negocio excelente con una ventaja competitiva a largo plazo, el importe de la deuda a largo plazo que una compañía presenta en sus libros le dice mucho sobre la naturaleza económica del negocio en cuestión.

Warren ha aprendido que las compañías con una ventaja competitiva duradera muestran normalmente muy poca -o ninguna- deuda a largo plazo en sus balances de situación. Esto es así porque estas empresas son tan rentables que se autofinancian cuando deben ampliar el negocio o realizar adquisiciones, por lo que nunca deben pedir prestadas grandes cantidades de dinero.

Uno de los caminos que puede ayudarnos a identificar el negocio excepcional es, pues, mirar la deuda a largo plazo que presenta en su balance de situación. No debemos fijarnos sólo en el año actual, sino que también debemos mirar la carga de deuda a largo plazo que la compañía ha soportado durante los últimos diez años. Si vemos diez años de operaciones con poca deuda a largo plazo -o sin nada de deuda- en el balance de situación de la compañía, entonces casi podemos asegurar que se trata de una compañía con algún tipo de ventaja competitiva potente que actúa a su favor.

Las compras históricas de Warren indican que, en cualquier año dado, la compañía debería disponer de unos beneficios netos anuales suficientes como para hacer frente a su deuda a largo plazo con los beneficios de los próximos tres o cuatro años. Coca-Cola y Moody's, unas compañías con ventaja competitiva a largo plazo, podrían pagar toda su deuda a largo plazo en un único año; y Wrigley y The Washington Post podrían pagarla en dos años.

Pero compañías como GM o Ford, ambas en la altamente competitiva industria automovilística, podrían gastar hasta el último centavo de todos los beneficios netos conseguidos en los últimos diez años y ni aun así podrían

pagar la enorme deuda a largo plazo que aparece en sus balances de situación.

La conclusión que puede extraerse de todo ello es que las compañías con una rentabilidad suficiente como para saldar toda su deuda a largo plazo en tres o cuatro años son unas buenas candidatas en nuestra búsqueda del negocio excelente con una ventaja competitiva a largo plazo.

Pero hay que tener en cuenta lo siguiente: puesto que estas compañías son tan rentables y soportan muy poca o nada de deuda, a menudo son el objetivo de compras apalancadas. En estas compras, el comprador pide prestada una gran cantidad de dinero para financiar la compra y avala este préstamo con el flujo de efectivo de la compañía. Después de la compra apalancada, el negocio se carga con una gran cantidad de deuda. Esto fue lo que ocurrió con la compra de RJR/Nabisco a finales de la década de 1980.

Si todo lo demás nos indica que el negocio en cuestión es una compañía con una ventaja competitiva duradera, pero éste presenta una deuda muy importante en su balance de situación, es posible que esta deuda haya sido creada por una compra apalancada. En estos casos, los bonos de la compañía acostumbran a ser la mejor apuesta, ya que su rentabilidad se dedicará a saldar la deuda y no a hacer crecer la compañía.

Aquí la norma es muy sencilla: una deuda a largo plazo pequeña o inexistente significa una buena apuesta a largo plazo.

Impuesto sobre beneficios, intereses minoritarios y otras deudas

BALANCE DE SITUACIÓN/PASIVO (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Total pasivo corriente	13.225
→ Intereses minoritarios	0
Deuda a largo plazo	3.277
→ Otras deudas	3.133
→ Impuesto sobre beneficios diferido	1.890
Total pasivo no corriente	8.300
Total pasivo	21.525

El impuesto diferido sobre beneficios es aquel que debe pagarse, pero que aún no se ha liquidado. Esta cifra nos dice muy poco sobre si la compañía tiene o no una ventaja competitiva duradera.

La partida de intereses minoritarios de un balance de situación es mucho más interesante. Cuando una compañía compra acciones de otra compañía, ésta contabiliza el precio pagado por las acciones como un activo bajo «inversiones a largo plazo». Pero si compra más del 80% de las acciones, entonces puede integrar todo el balance de situación de la compañía

adquirida dentro de su propio balance de situación. Lo mismo ocurre con la cuenta de pérdidas y ganancias. Un ejemplo: la adquisición por parte de Berkshire del 90% de Nebraska Furniture Mart. Puesto que adquirió más del 80% de NFM, Berkshire pudo contabilizar el 100% de los ingresos de NFM en la cuenta de pérdidas y ganancias de Berkshire y pudo añadir el 100% del activo y el pasivo de NFM a su balance de situación. La partida de intereses minoritarios representa el valor del 10% de NFM que no está en posesión de Berkshire. Éste aparece como un pasivo para compensar la ecuación, ya que Berkshire contabilizó el 100% de los activos y los pasivos de NFM, aunque sólo posee el 90% de NFM. Así pues, ¿qué tiene todo ello que ver con la identificación de una compañía con una ventaja competitiva duradera? No demasiado, pero siempre resulta interesante saber qué es lo que importa y lo que no en nuestra búsqueda de la compañía con una ventaja competitiva duradera.

«Otras deudas» es una categoría general en la que los negocios incluyen toda su variedad de deudas. Esta partida incluye ciertas obligaciones, como juicios contra la compañía, beneficios no realizables, intereses sobre la deuda tributaria, multas no pagadas e instrumentos derivativos. Nada de ello nos ayuda en nuestra búsqueda de la ventaja competitiva duradera.

Pasivo total y coeficiente de deuda-fondos propios

BALANCE DE SITUACIÓN/RELACIÓN ENTRE DEUDA Y FONDOS PROPIOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Total pasivo corriente	13.225
Intereses minoritarios	0
Deuda a largo plazo	3.277
Otras deudas	3.133
Impuesto sobre beneficios diferido	1.890
Total pasivo no corriente	8.300
→ Total pasivo	21.525

El pasivo total es la suma de todas las deudas de la compañía. Se trata de una cifra importante que puede utilizarse para conocer la relación entre la deuda y los fondos propios, que, con una ligera modificación, podemos utilizar para identificar si un negocio tiene o no una ventaja competitiva duradera.

La relación entre la deuda y los fondos propios se ha utilizado históricamente para saber si una compañía está utilizando la deuda para financiar sus operaciones o sus fondos propios (que incluye las reservas). La

compañía con una ventaja competitiva duradera utilizará su rentabilidad para financiar sus operaciones y, por lo tanto, en teoría, debería presentar un valor más alto de los fondos propios y un valor más bajo de deudas totales. La compañía sin una ventaja competitiva utilizará su deuda para financiar sus operaciones y, en consecuencia, debería presentar un valor más bajo de fondos propios y un valor más alto de deudas totales.

La ecuación es:

Ratio entre deuda y fondos propios = pasivo total /

fondos propios

El problema de utilizar el ratio entre deuda y fondos propios como identificador es que el rendimiento económico de las compañías con una ventaja competitiva duradera es tan alto que no necesitan ninguna gran cantidad de capital/reservas en sus balances de situación para seguir adelante; en algunos casos incluso no los necesitan en absoluto. Gracias a su gran rentabilidad, a menudo dedicarán su capital/reservas acumuladas, para comprar acciones propias, lo cual hará que disminuya su base de capital/reservas. Ello, a su vez, provocará un aumento en la relación entre la deuda y el capital, con frecuencia hasta el punto de que esta relación terminará pareciendo la de un negocio mediocre sin ninguna ventaja competitiva duradera.

Moody's, una de las preferidas de Warren, es un ejemplo excelente de este fenómeno. Su rendimiento económico es tan elevado que no tiene ninguna necesidad de mantener fondos propios. En realidad dedicó todos sus

fondos propios a comprar acciones propias. Literalmente presenta unos fondos propios negativos. Ello significa que su relación entre la deuda y los fondos propios parece más la de GM (una compañía sin ninguna ventaja competitiva duradera y un patrimonio neto negativo) que la de, por ejemplo, Coca-Cola, una compañía con una ventaja competitiva duradera.

No obstante, si a los fondos propios de Moody's le sumamos el valor de todos los títulos del tesoro que Moody's ha adquirido a través de las compras de acciones propias, entonces la relación entre la deuda y el capital de Moody's cae hasta 0,63, más parecida a la relación ajustada a las acciones recuperadas de Coca-Cola de 0,51. GM sigue teniendo un patrimonio neto negativo incluso sumando el valor de sus acciones recuperadas, que no existen, porque GM no dispone de dinero para comprar acciones propias.

Al analizar la relación entre la deuda ajustada a las acciones recuperadas y los fondos propios, resulta muy fácil ver la diferencia entre las compañías con una ventaja competitiva duradera y aquellas que no la tienen. Procter & Gamble, una compañía con una ventaja competitiva duradera, tiene una relación ajustada de 0,71; Wrigley, por su parte, presenta una relación de 0,68, lo que significa que por cada dólar de fondos propios que tiene Wrigley también tiene una deuda de 68 centavos. Podemos comparar P&G y Wrigley con Goodyear Tire, que tiene una relación ajustada de 4,35, o Ford, con una relación ajustada de 38,0. Ello significa que, por cada dólar de fondos propios que tiene Ford, la compañía tiene una deuda de 38 dólares, lo que equivale a 7.200 millones de dólares en fondos propios y una deuda de 275.000 millones de dólares.

En las instituciones financieras, como los bancos, por término medio, estas relaciones suelen ser mucho más elevadas que en las empresas manufactureras. Los bancos piden prestadas unas cantidades enormes de dinero para después prestarlo en su totalidad, y obtienen ganancias gracias a la diferencia entre lo que ellos pagaron por el dinero y el interés que cobran por prestarlo. Ello lleva a unas cifras de pasivo enormes, que se compensan con unas cifras de activos también enormes. Por término medio, los grandes bancos americanos tienen 10 dólares en pasivo por cada dólar de fondos propios que presentan en sus libros. Esto es lo que quiere decir Warren cuando explica que los bancos son unas operaciones muy apalancadas. No obstante, existen algunas excepciones, y una de ellas es M&T Bank, uno de los preferidos de Warren desde hace mucho tiempo. M&T tiene una proporción de 7,7, lo cual es un reflejo de las prácticas de préstamos más conservadoras por parte de sus directivos.

La norma aquí es que, a menos que estemos analizando una institución financiera, siempre que veamos una relación ajustada entre deuda y fondos propios inferior a 0,80 (cuanto más baja, mejor) será muy probable que la compañía en cuestión disponga de la tan codiciada ventaja competitiva duradera que estamos buscando.

Y encontrar lo que uno busca es siempre algo bueno, especialmente si uno pretende hacerse rico.

Fondos propios/valor contable

BALANCE DE SITUACIÓN/FONDOS PROPIOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Total pasivo	21.525
Acciones preferentes	0
Acciones ordinarias	1.296
Prima de emisión	7.378
Acciones propias (ordinarias)	-23.375
Reservas	36.235
→ Fondos propios	21.534
Total pasivo y fondos propios	43.059

Al restar todos los pasivos personales de todos los activos personales se obtiene el patrimonio neto personal. Si tomamos el total de activos de una compañía y le restamos el total de sus pasivos, obtendremos el patrimonio neto, que también se conoce como los *fondos propios* o el *valor contable del negocio.* Éste es la cantidad de dinero que han aportado inicialmente los propietarios/accionistas de la compañía y que han dejado en el negocio para que éste pueda seguir funcionando. Los fondos propios aparecen bajo la partida de capital, que incluye las acciones preferentes y las acciones

ordinarias, las primas de emisión y las reservas. Si sumamos el pasivo total y los fondos propios totales obtendremos una cifra que debe ser igual a los activos totales, y este equilibrio es precisamente lo que refleja un balance de situación.

Los fondos propios son una cifra importante para nosotros porque nos permite calcular su rentabilidad, que es una de las maneras que tenemos para determinar si la compañía en cuestión tiene o no una ventaja competitiva a largo plazo a su favor.

Veámoslo.

Acciones preferentes y ordinarias: prima de emisión

Balance de situación/fondos propios (en millones de dólares)	
→ Acciones preferentes	0
→ Acciones ordinarias	1.296
→ Prima de emisión	7.378
Acciones propias (ordinarias)	-23.375
Reservas	36.235
Total fondos propios	21.534

Una compañía puede recaudar capital vendiendo obligaciones o acciones al público. El dinero recaudado vendiendo obligaciones deberá devolverse en algún momento en el futuro. Es dinero que se pide prestado. Pero cuando una compañía recauda dinero vendiendo acciones preferentes u ordinarias (lo que se conoce como «capital») al público, éste no debe devolverse nunca. Este dinero es de la compañía para siempre y podrá utilizarlo como desee.

Una acción ordinaria es un título de propiedad de la compañía. Los propietarios de acciones ordinarias son los propietarios de la compañía y tienen derecho a elegir un consejo de administración, que, a su vez, contratará a un director general para que lleve las riendas del negocio. Los titulares de acciones ordinarias reciben dividendos si el consejo de

administración vota a favor de pagarlos. Y si se vende toda la compañía, los titulares de las acciones ordinarias son los que se reparten el botín.

Existe un segundo tipo de capital, que son las *acciones preferentes.* Los titulares de acciones preferentes no tienen derecho a voto, pero sí a un dividendo fijo o ajustable que debe pagarse antes de que los propietarios de las acciones ordinarias reciban sus dividendos. Los titulares de acciones preferentes también tienen prioridad sobre los propietarios de acciones ordinarias en caso de que la compañía caiga en la bancarrota.

En lo que afecta al balance de situación, las acciones preferentes y las acciones ordinarias se contabilizan en los libros a su valor a la par, y todo el dinero pagado por encima de este valor cuando la compañía vendió las acciones aparecerá en los libros como «prima de emisión». Así pues, si las acciones preferentes de la compañía tienen un valor a la par de 100 dólares por acción y se vendieron al público a 120 dólares por acción, en los libros aparecerán estos 100 dólares por acción dentro de la partida de las acciones preferentes y los 20 dólares por acción aparecerán bajo la partida de prima de emisión.

Esto mismo también se aplica a las acciones ordinarias, como, por ejemplo, un valor a la par de 1 dólar por acción. Si se venden al público a 10 dólares por acción, éstas aparecerán en el balance de situación como 1 dólar por acción bajo acciones ordinarias y 9 dólares por acción bajo prima de emisión.

Lo raro de las acciones preferentes es que las compañías con una ventaja competitiva duradera acostumbran a no tener ninguna. Ello se debe en parte

a que no suelen tener deuda. Ganan tanto dinero que pueden autofinanciarse. Y, aunque las acciones preferentes son técnicamente capital, puesto que el dinero original recibido por la compañía no debe devolverse nunca, éstas funcionan como deuda por el hecho de tener que pagar dividendos. Pero a diferencia de los intereses pagados sobre la deuda, que pueden deducirse de los ingresos antes de impuestos, los dividendos pagados por las acciones preferentes no pueden deducirse, lo cual hace que el dinero obtenido a través de las acciones preferentes sea un dinero muy caro.

Puesto que resulta muy caro, las compañías prefieren no recurrir a este método si pueden evitarlo. Así pues, uno de los indicadores que debemos tener en cuenta en nuestra búsqueda de una compañía con una ventaja competitiva duradera es la ausencia de acciones preferentes dentro de su estructura de capital.

Reservas: el secreto de Warren para convertirse en inmensamente rico

BALANCE DE SITUACIÓN/FONDOS PROPIOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Acciones preferentes	0
Acciones ordinarias	1.296
Prima de emisión	7.378
Acciones propias (ordinarias)	-23.375
→ Reservas	36.235
Total fondos propios	21.534

Al final del día, las ganancias netas de una compañía pueden repartirse como dividendos o pueden utilizarse para comprar acciones propias, o bien pueden guardarse para que el negocio siga creciendo. Cuando se guardan en el negocio, estas ganancias se suman a una partida del balance de situación, bajo el capital, conocida como «reservas».

Si las ganancias se guardan y se utilizan de una manera rentable, pueden mejorar en gran manera la imagen económica a largo plazo del negocio. Fue la política de Warren de guardar el 100% de las ganancias netas de Berkshire lo que ayudó a que los fondos propios subieran de los 19 dólares por acción

en 1965 hasta los 78.000 dólares por acción en 2007.

Para conocer las ganancias netas anuales que se añadirán a las reservas de la compañía, debemos tomar las ganancias netas después de impuestos y restarles los importes que la compañía ha pagado en dividendos y el gasto realizado en la compra de acciones propias durante el ario. En 2007, Coca-Cola tuvo unas ganancias netas después de impuestos de 5.900 millones de dólares y gastó 3.100 millones de dólares en dividendos y compras de acciones propias, lo que la dejó con unos 2.800 millones de dólares en ganancias que se sumaron a las reservas.

Las reservas son una cifra acumulada, lo cual significa que las reservas nuevas de cada año se suman al total acumulado de reservas de todos los años anteriores. De la misma manera, si la compañía pierde dinero, esta pérdida se resta de lo que la compañía ha acumulado en el pasado. Sí la compañía pierde más dinero del que tiene acumulado, la cifra de reservas terminará con un valor negativo.

De todos los importes de un balance de situación que pueden ayudarnos a determinar si la compañía tiene o no una ventaja competitiva duradera, éste es uno de los más importantes. Es importante porque si una compañía no ve aumentar sus reservas, tampoco podrá hacer crecer su patrimonio neto. Si su patrimonio neto no crece, es muy improbable que pueda convertirnos en ricos a largo plazo.

Por decirlo de una manera sencilla, el ritmo de crecimiento de las reservas de una compañía es un buen indicador de si ésta se beneficia o no del hecho de disponer de una ventaja competitiva duradera. Vamos a ver

algunas de las compañías preferidas de Warren que disponen de una ventaja competitiva duradera: Coca-Cola ha aumentado sus reservas acumuladas durante los últimos cinco años a un ritmo anual del 7,9%, Wrigley a un muy atractivo 10,9%, Burlington Northern Santa Fe Railway a un increíble 15,6%, Anheuser-Busch a un interesante 6,4%, Wells Fargo a un muy respetable 14,2%, y Berkshire Hathaway, del propio Warren, a un destacadísimo 23%.

No todo el crecimiento en las reservas se debe a un aumento en las ventas de los productos existentes; parte de éste también puede ser debido a las adquisiciones de otros negocios. Cuando dos compañías se fusionan, sus reservas se unen y se crea una reserva mayor. Por ejemplo, en el año 2005 Procter & Gamble vio como sus reservas pasaban de 13.000 millones de dólares hasta 31.000 millones gracias a su fusión con The Gillette Co.

Aún más interesante resulta el hecho de que tanto General Motors como Microsoft muestran unas reservas negativas. General Motors presenta un número negativo debido al pobre rendimiento económico del sector automovilístico, que provoca unas pérdidas millonarias en la compañía. Microsoft presenta un número negativo porque decidió que su motor económico es tan potente que no tiene ninguna necesidad de guardar la gran suma de capital que ha reunido a lo largo de los años y, en lugar de ello, decidió dedicar sus reservas acumuladas e incluso más a compras de acciones propias y a pagos de dividendos a sus accionistas.

Uno de los grandes secretos del éxito de Warren con Berkshire Hathaway es que dejó de pagar dividendos el mismo día en que asumió el control de la compañía. Ello permitió añadir el 100% de las ganancias netas anuales de la

compañía a las reservas. A medida que fueron apareciendo oportunidades, invirtió las reservas de la compañía en negocios que ganaban aún más dinero; este dinero se añadía en su totalidad a las reservas y, con el tiempo, se invertía en otras operaciones de gran rentabilidad. Con el paso del tiempo, la reserva cada vez mayor de Berkshire le permitió ganar cada vez más y más dinero. Entre 1965 y 2007, las reservas cada vez más importantes de Berkshire ayudaron a que los beneficios antes de impuestos pasaran de los 4 dólares por acción en 1965 a los 13.023 dólares por acción en 2007, lo cual equivale a una tasa de crecimiento medio anual de aproximadamente el 21%.

La teoría es muy simple: cuantas más ganancias guarde una compañía, más rápidamente crecerán sus reservas acumuladas, lo cual, a su vez, hará aumentar el ritmo de crecimiento de las ganancias futuras. La trampa es, evidentemente, que debe ir comprando compañías con una ventaja competitiva duradera. Esto es exactamente lo que ha hecho
Warren con Berkshire Hathaway. Berkshire es como una gallina que no sólo pone huevos de oro, sino que, además, cada uno de estos huevos incuba otra gallina que también pondrá huevos de oro, y todas estas gallinas de los huevos de oro van poniendo más y más huevos... Warren ha descubierto que si este proceso dura el tiempo suficiente, a la larga uno termina contando su patrimonio neto en miles de millones y no sólo en millones.

Acciones propias: a Warren le gusta verlas en el balance de situación

BALANCE DE SITUACIÓN/FONDOS PROPIOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Acciones preferentes	0
Acciones ordinarias	1.296
Prima de emisión	7.378
→ Acciones propias (ordinarias)	-23.375
Reservas	36.235
Total fondos propios	21.534

Cuando una compañía compra acciones propias, puede hacer dos cosas con ellas: puede cancelarlas o bien puede conservarlas con la posibilidad de volverlas a emitir más adelante. Si las cancela, las acciones dejan de existir. Pero si las conserva, con la posibilidad de volverlas a emitir más adelante, entonces aparecen en el balance de situación bajo el capital como «acciones propias». Las acciones guardadas como acciones rescatadas no dan derecho a voto ni tampoco reciben dividendos y, aunque podría considerarse que son un activo, se contabilizan en el balance de situación con un valor negativo

porque representan una reducción en los fondos propios.

Las compañías con una ventaja competitiva duradera, gracias a su excelente rendimiento económico, acostumbran a disponer de mucho efectivo a su disposición que pueden dedicar a la compra de acciones propias. Así pues, uno de los sellos distintivos de una compañía con ventaja competitiva duradera es la presencia de acciones propias en su balance de situación.

Existen varias otras dinámicas financieras que hay que tener en cuenta en relación con las acciones propias. Una de ellas es que, cuando una compañía compra sus propias acciones y las conserva como acciones propias, lo que está haciendo, en realidad, es reducir el capital de la compañía, con lo cual aumenta la rentabilidad de los fondos propios. Puesto que una alta rentabilidad de los fondos propios es uno de los indicios de una ventaja competitiva duradera, resulta muy adecuado saber si este alto rendimiento de los activos se genera a través de la ingeniería financiera, de un rendimiento económico excepcional del negocio o de una combinación de ambos. Para saberlo, sólo hay que convertir el valor negativo de las acciones propias en un valor positivo y sumarlo a los fondos propios en lugar de restarlo. A continuación hay que dividir los beneficios netos de la compañía por este nuevo total de fondos propios. Ello nos dará el rendimiento de los activos de la compañía sin los efectos de la ingeniería financiera.

Además, en Estados Unidos, a la hora de determinar si debe aplicarse el impuesto de sociedades personales de tenencia de valores, las acciones propias no forman parte de la reserva de acciones circulantes para definir el

control de la compañía. Los personajes poco escrupulosos dirán ante la hacienda pública que sólo poseen el 49% de todas las acciones circulantes. Pero si se restan las acciones propias, tal como la ley dice que debe hacerse, en realidad controlan más del 50%, lo que les da el control del negocio y los convierte potencialmente en sujetos al impuesto de sociedades personales de tenencia de valores.

Vamos a terminar este capítulo con una norma muy sencilla: la presencia de acciones propias en el balance de situación, y un historial de compra de acciones propias, son unos buenos indicadores de que la compañía en cuestión tiene una ventaja competitiva duradera a su favor.

Rentabilidad de los fondos propios: primera parte

BALANCE DE SITUACIÓN/FONDOS PROPIOS (EN MILLONES DE DÓLARES)	
Acciones preferentes	0
Acciones ordinarias	1.296
Prima de emisión	7.378
Acciones propias (ordinarias)	-23.375
Reservas	36.235
Total fondos propios	21.534

Los fondos propios son el resultado de restar a los activos totales de la compañía el total de sus pasivos. También son igual a las acciones preferentes ordinarias más las primas de emisión más las reservas menos las acciones propias.

Los fondos propios pueden proceder de tres fuentes. Una es el capital que se recaudó originalmente al vender las acciones preferentes y ordinarias al público. La segunda es cualquier venta posterior de acciones preferentes y ordinarias al público, una vez que la compañía ya está en funcionamiento. La tercera -y para nosotros la más importante- es la acumulación de reservas.

Puesto que todo el capital pertenece a la compañía, y puesto que la compañía pertenece a los titulares de las acciones ordinarias, el capital pertenece realmente a los titulares de las acciones ordinarias, razón por la cual se conoce como fondos propios.

Así pues, si somos accionistas de una compañía, estaremos muy interesados en la manera de utilizar este dinero por parte de los directivos para que así podamos ganar aún más. Si no lo hacen bien, no estaremos contentos con ellos e incluso podemos llegar a vender nuestras acciones y a poner nuestro dinero en algún otro lugar. Pero si lo hacen realmente bien, quizás compraremos más acciones de la compañía, junto con todos los demás que hayan quedado impresionados con la habilidad de estos directivos por dar un buen uso a estos fondos propios. Para ello los analistas financieros han desarrollado la ecuación de la rentabilidad de los fondos propios, que sirve para calcular la eficacia de los directivos a la hora de utilizar el dinero de los accionistas. Ésta es una ecuación en la que Warren confía plenamente en su búsqueda de la compañía con una ventaja competitiva duradera, y es el tema de nuestro siguiente capítulo.

Rentabilidad de los fondos propios: segunda parte

Cálculo: las ganancias netas divididas por los fondos propios nos dan la rentabilidad de los fondos propios. Lo que Warren descubrió es que las compañías que se benefician de una ventaja competitiva a largo plazo o duradera presentan un rendimiento superior al medio sobre los fondos propios. La preferida de Warren, Coca-Cola, presenta una rentabilidad de los fondos propios del 30%; Wrigley presenta un 24%; Hershey's gana un más que interesante 33%, y Pepsi, un 34%.

Si nos fijamos en algún sector altamente competitivo, como el de las compañías aéreas, en el que ninguna empresa dispone de una ventaja competitiva sostenible, veremos como el rendimiento del capital es mucho más bajo. United Airlines, en un año de ganancias, da un 15%, y American Airlines gana un 4%. Delta Air Lines y Northwest no tienen ninguna rentabilidad porque no ganan nada de dinero.

Un rendimiento muy alto del capital significa que la compañía sabe utilizar bien las ganancias que guarda. Con el tiempo, este alto rendimiento del capital se irá acumulando y hará aumentar el valor subyacente del negocio, que, a la larga, terminará siendo reconocido por el mercado bursátil

con un precio cada vez más alto de las acciones de la compañía.

Algo que hay que tener en cuenta: algunas compañías son tan rentables que no necesitan guardar nada de sus ganancias, y las reparten en su totalidad entre los accionistas. En estos casos, algunas veces veremos un número negativo en la partida de fondos propios. El peligro que hay aquí es que las compañías insolventes también presentarán un número negativo para los fondos propios. Si la compañía muestra un largo historial de unos beneficios netos importantes, pero al mismo tiempo presenta unos fondos propios negativos, entonces será con toda probabilidad una compañía con una ventaja competitiva duradera. Si la compañía presenta unos fondos propios negativos y un historial de beneficios netos negativos, entonces nos encontraremos probablemente ante un negocio mediocre que se ve superado por la competencia.

Así pues, la norma es la siguiente: un rendimiento alto de los fondos propios significa «ven a jugar». Un rendimiento bajo de los fondos propios significa «mantente alejado».

¿Se entiende? Pues bien, sigamos adelante.

Problema del apalancamiento y malas pasadas que puede jugar

El apalancamiento es el uso de la deuda para aumentar los beneficios de la compañía. Por ejemplo, una empresa pide prestados 100 millones de dólares al 7%, invierte este dinero y con la inversión gana el 12%. Ello significa que gana un 5% más que el coste del capital. El resultado es que se añaden 5 millones de dólares a la línea de resultados, con lo cual aumentan los beneficios y el rendimiento del capital.

El problema del apalancamiento es que puede hacer que una compañía parezca tener algún tipo de ventaja competitiva, cuando en realidad lo único que hace es utilizar una gran cantidad de deuda. Los bancos de inversiones de Wall Street son desgraciadamente famosos por el gran uso del apalancamiento para generar beneficios. En su caso piden prestados 100.000 millones de dólares a, por ejemplo, el 6%, y los prestan al 7%, lo que significa que obtienen unos beneficios del 1% sobre estos 100.000 millones de dólares, es decir, 1.000 millones. Si estos 1.000 millones de dólares aparecen año tras año, se crea la ilusión de algún tipo de ventaja competitiva duradera, aunque ésta, en realidad, no exista.

El problema es que, aunque parezca que el banco de inversiones tiene un

flujo regular de ingresos, la fuente real de procedencia de éstos que permite pagar los intereses puede dejar de realizar los pagos. Esto es lo que ha ocurrido en la crisis de las subprime, que ha costado a los bancos cientos de miles de millones de dólares. Éstos pidieron prestados miles de millones al, por ejemplo, 6%, y los prestaron al 8% a compradores de casas a los que concedían una hipoteca subprime, lo cual les permitió ganar muchísimo dinero. Pero cuando la economía empezó a bajar, los compradores de casas con hipotecas subprime empezaron a dejar de pagar sus hipotecas, lo que significó que dejaron de realizar los pagos de intereses. Estos titulares de hipotecas subprime no tenían ninguna fuente de ingresos regular y, por lo tanto, en última instancia, los bancos tampoco la tenían.

Al evaluar la calidad y la durabilidad de la ventaja competitiva de una compañía, Warren ha aprendido a evitar los negocios que utilizan mucho el apalancamiento para generar beneficios. A corto plazo parecen ser la gallina de los huevos de oro, pero a la larga no lo son.

Estado de flujo de efectivo

«Hay una diferencia enorme entre el negocio que crece necesitando una gran cantidad de capital, y el negocio que crece sin necesidad de capital.»

WARREN BUFFET

Estado de flujo de efectivo: dónde Warren encuentra el efectivo

La mayoría de las compañías utilizan lo que se conoce como un método de contabilidad de *devengo* en lugar del método conocido como de *caja.* Con el método de devengo, las ventas se contabilizan cuando los artículos salen por la puerta, incluso aunque el comprador tarde años en pagar por ellos. Con el método de caja, las ventas sólo se contabilizan una vez que se recibe el efectivo. Puesto que la mayoría de los negocios conceden algún tipo de crédito a sus compradores, a las compañías les resulta más ventajoso utilizar el método de devengo, ya que éste les permite contabilizar las ventas a crédito como ingresos bajo las «cuentas a cobrar» en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Puesto que el método del devengo permite contabilizar las ventas a crédito como ingresos, las compañías deben realizar un seguimiento independiente del flujo de efectivo real que entra y sale del negocio. Para ello, los contables han creado el estado de flujo de efectivo.

Una compañía puede tener mucho efectivo entrante a través de la venta de acciones u obligaciones pero aun así no ser rentable. (De la misma manera, una compañía puede ser rentable con muchas ventas a crédito y

poco efectivo entrante.) El estado de flujo de efectivo sólo nos dirá si la compañía ingresa más efectivo del que gasta («flujo de efectivo positivo») o si gasta más efectivo del que ingresa («flujo de efectivo negativo»).

Los estados de flujo de efectivo son similares a las cuentas de pérdidas y ganancias por el hecho de que siempre cubren un período determinado. Los contables de una compañía generan uno cada tres meses o para todo el año fiscal.

El estado de flujo de efectivo se divide en tres secciones:

En primer lugar, el flujo de efectivo procedente de las actividades ordinarias. Esta área empieza con los ingresos netos y a continuación especifica la depreciación y la amortización. A pesar de que desde el punto de

(EN MILLONES DE DÓLARES)	
Ingresos netos	5.981
Amortización	1.288
Flujo de efectivo de las actividades ordinarias	7.269

vista contable son unos gastos reales, no consumen efectivo porque representan un efectivo que se consumió hace ya algunos años. El resultado final es el flujo de efectivo total procedente de las actividades ordinarias.

A continuación está el flujo de efectivo procedente de las operaciones de

inversión. Esta sección incluye una entrada para todos los gastes de capital realizados durante el período contable. Los gastos de capital son siempre un número negativo porque es un gasto que provoca una reducción del efectivo.

Esta categoría también incluye el total de todas las partidas de flujo de efectivo de inversión, que incluye todo el efectivo que se gasta y se ingresa a

(EN MILLONES DE DÓLARES)	
Gastos de capital	(1.648)
Otras partidas de flujo de efectivo de inversión	(5.071)
Flujo de efectivo de las actividades de inversión	(6.719)

partir de la compra y la venta de activos generadores de ingresos. Si se gasta más efectivo del que se ingresa, éste será un número negativo. Si se ingresa más efectivo del que se gasta, éste será un número positivo.

Estas dos entradas se suman para dar el flujo efectivo de las actividades de inversión.

Por último, está la sección del flujo de efectivo de las actividades

(EN MILLONES DE DÓLARES)	
Dividendos en efectivo pagados	(3.149)
Emisión (retirada) de acciones, neto	(219)
Emisión (retirada) de deuda, neto	4.341
Flujo de efectivo de las actividades financieras	973

financieras. Esta sección calcula el efectivo que entra y sale de la compañía como consecuencia de las actividades financieras. Aquí se incluyen todas las salidas de efectivo debidas al pago de dividendos. También incluye la venta y la compra de acciones de la compañía. Cuando la compañía vende acciones para financiar una nueva planta industrial, ingresa efectivo. Cuando la compañía compra acciones propias, gasta efectivo. Con las obligaciones ocurre lo mismo. Si se vende una obligación, se ingresa efectivo, y si se recompra, se gasta efectivo. Estas tres entradas se suman para dar el flujo de efectivo de las actividades financieras.

Ahora, si sumamos el flujo de efectivo de las actividades operativas, el flujo de efectivo de las actividades de inversión y el flujo de efectivo de las actividades financieras, obtendremos la variación neta en efectivo de la compañía.

(EN MILLONES DE DÓLARES)	
Flujo de efectivo de las actividades operativas	7.269
Flujo de efectivo de las actividades de inversión	(6.719)
Flujo de efectivo de las actividades financieras	973
Variación neta en efectivo	1.523

Lo que Warren ha descubierto es que parte de la información que se encuentra en el estado de flujo de efectivo de una compañía puede resultar muy útil para ayudarnos a determinar si la compañía en cuestión se beneficia o no del hecho de disponer de ventaja competitiva duradera. Así pues, vamos a remangarnos y sumergirnos en el estado de flujo de efectivo para ver lo mismo que ve Warren cuando busca la compañía que le ha de permitir ganar los siguientes mil millones.

Gastos de capital: no tenerlos es uno de los secretos para enriquecerse

Estado de flujo de efectivo (en millones de dólares)	
→ Gastos de capital	(1.648)
Otras partidas de flujo de efectivo de inversión	(5.071)
Flujo de efectivo de las actividades de inversión	(6.719)

Los gastos de capital, o también gastos de inversión, son desembolsos de efectivo -o su equivalente en activos- que tienen una naturaleza más permanente (se mantienen durante más de un año), como los bienes inmuebles, las plantas de producción y los equipos. También incluyen los gastos intangibles, como las patentes. Básicamente, son activos que se gastan a lo largo de un período superior a un año debido a la amortización. Los gastos de capital se registran en el estado de flujo de efectivo bajo las operaciones de inversión.

Comprar un camión es un gasto de capital, y el valor del camión se gastará a través de su amortización a lo largo de toda su vida útil, que

pongamos que es de seis años. Pero la gasolina utilizada por el camión es un gasto corriente, con lo cual todo su precio se deducirá de los ingresos durante el año actual.

En lo relativo a los gastos de capital, no todas las compañías son iguales. Muchas deben realizar unos grandes gastos de capital sólo para poder permanecer en el negocio. Si los gastos de capital son altos a lo largo de varios años, pueden tener un gran impacto sobre los beneficios. Warren explica que ésta es la razón por la que nunca invirtió en compañías telefónicas: los enormes desembolsos que deben realizar para construir redes de comunicaciones dificultan en gran manera su rendimiento económico a largo plazo.

Por norma general, una compañía con una ventaja competitiva duradera dedica una parte más pequeña de sus beneficios a los gastos de capital para poder continuar con sus operaciones que aquellas compañías que no disfrutan de ninguna ventaja competitiva. Vamos a ver un par de ejemplos.

Coca-Cola, una de las viejas favoritas de Warren, ha ganado a lo largo de los diez últimos años un total de 20,21 dólares por acción y sólo ha utilizado 4,01 dólares por acción, es decir, un 19% de sus beneficios totales, para gastos de capital durante este mismo período. Moody's, una de las compañías que según Warren tienen una ventaja competitiva más duradera, ganó 14,24 dólares por acción a lo largo de los diez últimos años y ha utilizado sólo 0,84 dólares por acción, es decir, un 5% de sus beneficios totales, para los gastos de capital.

Ahora comparemos Coca-Cola y Moody's con GM, que a lo largo del

último decenio ha ganado un total de 31,64 dólares por acción después de restar las pérdidas, pero al mismo tiempo ha consumido unos impresionantes 140,42 dólares por acción en gastos de capital. O el fabricante de neumáticos Goodyear, que ha ganado un total de 3,67 dólares por acción después de restar las pérdidas, pero también ha tenido unos gastos de capital totales de 34,88 dólares por acción.

Si GM utilizó un 444% más en gastos de capital de lo que ganó, y si Goodyear utilizó un 950%, ¿de dónde salió todo este dinero adicional? Pues de los préstamos bancarios y de la venta al público de una gran cantidad de deuda nueva. Estas actividades añaden más deuda a los balances de situación de las compañías, lo que provoca un aumento en el dinero que gastan en pagos de intereses, algo que nunca es positivo.

Por el contrario, tanto Coca-Cola como Moody's disponen de unos excedentes de ingresos suficientes como para poder aplicar programas de compra de acciones propias que reducen el número de acciones circulantes, y al mismo tiempo reducen la deuda a largo plazo o bien la mantienen a un nivel bajo. Ambas actividades son sumamente positivas para Warren, y ambas le ayudaron a identificar a Coca-Cola y a Moody's como unos negocios con una ventaja competitiva duradera a su favor.

Cuando examinamos los gastos de capital en relación con los beneficios netos, simplemente sumamos los gastos de capital totales de una compañía a lo largo de un período de diez años y comparamos esta cifra con los beneficios netos totales a lo largo de ese mismo período de diez años. La razón de examinar un período de diez años es que éste nos da una perspectiva a largo

plazo realmente buena como para ver qué pasa dentro del negocio.

Históricamente, las compañías con una ventaja competitiva duradera han dedicado un porcentaje mucho más pequeño de sus ingresos a los gastos de capital. Por ejemplo, Wrigley utiliza aproximadamente cada año un 49% de sus beneficios netos para los gastos de capital. Altria utiliza aproximadamente el 20%; Procter & Gamble, el 28%; PepsiCo, el 36%; American Express, el 23%; Coca-Cola, el 19%, y Moody's, el 5%.

Warren ha descubierto que si una compañía utiliza históricamente el 50% o menos de sus beneficios netos anuales para los gastos de capital, entonces ésta es un buen lugar para buscar una ventaja competitiva duradera. Si sistemáticamente utiliza menos del 25% de sus beneficios netos anuales para los gastos de capital, entonces este escenario nos sitúa con toda probabilidad ante una compañía con una ventaja competitiva duradera a su favor.

Y tener una ventaja competitiva duradera a nuestro favor es precisamente lo que estamos buscando.

Compra de acciones propias: la manera libre de impuestos de Warren para aumentar la riqueza de los accionistas

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (EN MILLONES DE DÓLARES)	
→ Gastos de capital	(1.648)
Otras partidas de flujo de efectivo de inversión	(5.071)
Flujo de efectivo de las actividades de inversión	(6.719)

En el estado de flujo de efectivo anterior, la compañía que examinamos pagó unos dividendos de 3.149 millones de dólares, compró acciones propias por un valor de 219 millones de dólares y vendió 4.341 millones de dólares en deuda nueva. Todo ello dio como resultado que consiguió 973 millones de dólares netos en efectivo gracias a sus actividades financieras.

Las compañías con una ventaja competitiva duradera a su favor ganan montones de dinero, lo que crea el delicioso problema de tener que hacer algo con él. Si no quieren limitarse simplemente a contemplarlo, o si no pueden reinvertirlo en el negocio existente ni encuentran ningún negocio

nuevo para invertirlo, entonces pueden utilizarlo para pagar dividendos a sus accionistas o bien para comprar acciones propias. Puesto que los accionistas deben pagar impuestos sobre los dividendos, Warren nunca ha sido muy partidario de utilizar los dividendos para hacer crecer la riqueza de los accionistas, algo que no gusta a nadie. Una solución muy ingeniosa que a Warren le encanta es utilizar parte de este excedente de dinero que genera la compañía para comprar sus propias acciones. Con ello se reduce el número de acciones circulantes, la participación de los accionistas restantes en la compañía aumenta y también aumentan los beneficios por acción de la compañía, lo cual provoca que a la larga el precio de las acciones suba.

Veamos un ejemplo: si la compañía ganó 10 millones de dólares y tiene un millón de acciones circulantes, entonces los beneficios por acción son de 10 dólares. Si aumentamos el número de acciones circulantes a dos millones, los beneficios por acción se reducen a 5 dólares. De la misma manera, si reducimos el número de acciones circulantes a 500.000, entonces los beneficios por acción suben hasta los 20 dólares. Un número mayor de acciones circulantes implica unos beneficios por acción más bajos, mientras que un número menor de acciones circulantes significa unos beneficios por acción más altos. Así pues, si la compañía compra sus propias acciones, los beneficios por acción pueden aumentar aunque sus beneficios netos no suban. Lo mejor de todo ello es que se produce un aumento en la riqueza de los accionistas sin que éstos tengan que pagar impuestos sobre estos beneficios hasta que vendan las acciones. Podemos verlo como un regalo que es cada vez más valioso.

A Warren le gusta tanto este truco de ingeniería financiera que recomienda a los consejos de administración de todas las excelentes compañías en las que invierte comprar acciones propias en lugar de subir los dividendos. Lo utilizó con GEICO, y aún lo utiliza con The Washington Post Company.

Para saber si una compañía compra acciones propias, hay que ir al estado de flujo de efectivo y mirar la partida de efectivo de las actividades de inversión. Allí encontraremos una entrada llamada «emisión (retirada) de acciones, neto». Esta entrada muestra el resultado neto de la venta y la compra de acciones de la compañía. Si la compañía compra sus acciones año tras año, entonces podremos suponer que ésta disfruta de una ventaja competitiva duradera que genera todo el efectivo adicional que le permite hacerlo.

Es decir, uno de los indicadores de la presencia de una ventaja competitiva duradera es un «historial» de compra o retirada de acciones propias.

Valorar la compañía con ventaja competitiva duradera

«Busco negocios en los que crea ser capaz de predecir cómo serán dentro de diez o quince años. Tomemos por ejemplo el chicle de Wrigley. No creo que Internet vaya a cambiar la manera en la que la gente masca chicle.»

WARREN BUFFETT

Bono de capital: idea revolucionaria de Warren que le ha convertido en inmensamente rico

A finales de la década de 1980, Warren dio una conferencia en la Universidad de Columbia sobre cómo las compañías con una ventaja competitiva duradera muestran una fuerza y una predictibilidad tan grandes en el crecimiento de sus beneficios que este crecimiento convierte sus acciones en una especie de bonos de capital con unos cupones -o pago de intereses- cada vez mayores. Los «bonos» son las acciones o el capital de la compañía, y los «cupones/pago de intereses» son los beneficios antes de impuestos. No los dividendos que reparte la compañía, sino los beneficios reales del negocio antes de pagar impuestos.

Así es como Warren compra un negocio entero: mira sus beneficios antes de impuestos y se pregunta si la compra es un buen trato en relación con la fuerza económica del rendimiento subyacente de la compañía y el precio que se pide por el negocio. Cuando compra un interés parcial en una compañía a través del mercado bursátil también utiliza este mismo razonamiento.

Lo que resulta atractivo para Warren de la conversión conceptual de las

acciones de una compañía en capital/bonos es que la ventaja competitiva duradera del negocio crea un rendimiento subyacente muy elevado gracias al crecimiento continuo de las ganancias. Este aumento conlleva un eventual aumento en el precio de las acciones cuando el mercado reconoce el aumento del valor subyacente de la compañía.

Así pues, aun a riesgo de sonar repetitivos, para Warren las acciones de una compañía con una ventaja competitiva duradera son el equivalente de capital/bonos, y los beneficios antes de impuestos son el equivalente a un cupón o a un pago de intereses de un bono normal. Pero en lugar de un cupón o un pago de intereses fijos del bono, éste crece año tras año, lo cual hace aumentar de una manera natural el valor del capital/bono cada año.

Esto es lo que ocurre cuando Warren compra acciones de una compañía con una ventaja competitiva duradera. Los beneficios por acción continúan creciendo con el tiempo, ya sea a través de un aumento del negocio, una expansión de las operaciones o la compra de acciones propias con el dinero acumulado en las arcas de la compañía. Con el aumento de los beneficios llega el correspondiente aumento en el rendimiento que obtiene Warren sobre su inversión original en el bono de capital.

Vamos a poner un ejemplo para ver el funcionamiento de esta teoría.

A finales de los años ochenta del siglo pasado, Warren empezó a comprar acciones de Coca-Cola por un precio medio de 6,50 dólares por acción con unos beneficios antes de impuestos de 0,70 dólares, lo cual equivale a unos beneficios después de impuestos de 0,46 dólares por acción. Históricamente, los beneficios de Coca-Cola habían crecido a un ritmo anual de

aproximadamente el 15%. Viéndolo, Warren podría decir que se limitó a comprar un bono de capital de Coca-Cola que paga unos intereses iniciales antes de impuestos del 10,7% sobre su inversión de 6,50 dólares. También podría decir que el rendimiento iba a aumentar con el tiempo a un ritmo anual previsto del 15%.

Aquí hay que entender que, a diferencia de los inversores en valor basados en las teorías de Graham, Warren no dice que Coca-Cola vale 60 dólares y que se vende a 40 dólares la acción y que, en consecuencia, está «infravalorada». Lo que dice él es que a un precio de 6,50 dólares por acción lo que le estaban ofreciendo era una rentabilidad del 10,7% antes de impuestos con muy pocos riesgos, que él esperaba ver aumentar a lo largo de los próximos veinte años a un ritmo anual de aproximadamente el 15%. Después se preguntó a él mismo si se trataba de una inversión atractiva teniendo en cuenta el riesgo y la rentabilidad de otras inversiones.

Para los inversores en valor basados en las teorías de Graham, una rentabilidad del 10,7% antes de impuestos que crece a un 15% anual no resulta interesante, ya que sólo están interesados en el precio de mercado de las acciones e, independientemente de lo que ocurra en el negocio, no tienen ninguna intención de mantener la inversión durante más de un par de años. Pero, para Warren, que pretende conservar el bono de capital durante veinte años o más, ésta es su inversión de ensueño.

¿Por qué es su inversión de ensueño? Porque con cada año que pasa, la rentabilidad de su inversión inicial crece, y en los últimos años los números empiezan a crecer de una manera exponencial. Veamos lo siguiente: la

inversión inicial de Warren en The Washington Post Company le costó 6,36 dólares por acción. Treinta y cuatro años más tarde, en 2007, esta compañía de medios de comunicación gana 54 dólares por acción antes de impuestos, lo cual equivale a una rentabilidad después de impuestos de 34 dólares por acción. Ello da a los bonos de capital de The Washington Post de Warren un rendimiento antes de impuestos del 849%, lo que equivale a un rendimiento después de impuestos del 534%. (¿Aún se pregunta cómo lo hizo Warren para convertirse en inmensamente rico?)

¿Y qué hizo Warren con sus bonos de capital de Coca-Cola?

En el año 2007, los beneficios antes de impuestos de Coca-Cola habían crecido a un ritmo anual de, aproximadamente, el 9,35% hasta 3,96 dólares por acción, lo cual equivale a unos beneficios después de impuestos de 2,57 dólares por acción. Ello significa que Warren puede decir que sus bonos de capital de Coca-Cola le ofrecen unos beneficios antes de impuestos de 3,96 dólares por acción sobre su inversión original de 6,50 dólares por acción, lo cual equivale a un rendimiento antes de impuestos del 60% y a un rendimiento después de impuestos del 40%.

El mercado bursátil, viendo esta rentabilidad, revaluará con el tiempo los bonos de capital de Warren para reflejar su aumento en valor.

Pensemos en lo siguiente: con unos tipos de interés corporativos a largo plazo de aproximadamente el 6,5% en 2007, los bonos de capital/ acciones de Warren en The Washington Post, con unos beneficios/pagos de intereses antes de impuestos de 54 dólares, valían aproximadamente 830 dólares por bono de capital/acción (54 dólares/0,065 = 830 dólares). Durante el año

2007, los bonos de capital/acciones de Warren en el Washington Post se negociaron entre 726 y 885 dólares la acción, un valor en línea con el valor capitalizado del bono de capital de 830 dólares la acción.

Podemos ver este mismo fenómeno de revalorización en el mercado bursátil con los bonos de capital de Coca-Cola de Warren. En 2007 ganaron 3,96 dólares antes de impuestos por bono de capital/acción, lo cual equivale a 2,57 dólares por bono de capital/acción después de impuestos. Capitalizados al tipo de interés corporativo del 6,5%, los beneficios antes de impuestos de Coca-Cola de 3,96 dólares equivalen aproximadamente a 60 dólares por bono de capital/acción (3,96 dólares/0,065 = 60 dólares). Durante el año 2007, las acciones de Coca-Cola se cotizaron en el mercado bursátil entre 45 y 64 dólares.

Una de las razones por las que el mercado bursátil termina reflejando a la larga el aumento en el valor subyacente de estas compañías es que sus beneficios son tan consistentes que son una invitación abierta a una compra apalancada. Si una compañía soporta poco o nada de deuda y presenta un historial de beneficios sistemáticos, y el precio de sus acciones cae lo suficiente, entonces aparecerá otra compañía que la comprará financiando la compra con los beneficios de la compañía adquirida. Así pues, cuando los tipos de interés caen, los beneficios de la compañía valen más, ya que permiten soportar más deuda, lo cual hace que las acciones de la compañía tengan más valor. Y cuando los tipos de interés suben, los beneficios valen menos, ya que permiten soportar menos deuda. Ello hace que las acciones de la compañía tengan menos valor.

Lo que Warren ha aprendido es que, si compra una compañía con una ventaja competitiva duradera, el mercado bursátil, con el tiempo, otorga un precio a los bonos de capital/acciones de la compañía a un nivel que refleja el valor de sus ganancias en relación con el rendimiento a largo plazo de los bonos corporativos. Sí, algunos días el mercado bursátil se muestra pesimista y otros está lleno de un desbordado optimismo, pero al final son los tipos de interés a largo plazo los que determinan la realidad económica del valor de las inversiones.

Rendimiento cada vez mayor gracias a la ventaja competitiva duradera

Para analizar este punto con más detalle, ya que se trata de un factor que vale la pena estudiar más detenidamente, vamos a ver algunas otras compañías preferidas de Warren con una ventaja competitiva duradera, para descubrir si el rendimiento de sus bonos de capital/acciones ha aumentado con el tiempo.

En el año 1998, Moody's informó de unos beneficios por acción después de impuestos de 0,41 dólares. En 2007, los beneficios de Moody's después de impuestos habían crecido hasta los 2,58 dólares por acción. Warren pagó 10,38 dólares por acción por sus bonos de capital de Moody's, y actualmente tienen unos beneficios después de impuestos del 24%, lo que equivale a un rendimiento antes de impuestos del 38%.

En 1998, American Express tenía unos beneficios después de impuestos de 1,54 dólares por acción. En 2008, sus beneficios después de impuestos habían subido hasta 3,39 dólares por acción. Warren pagó 8,48 dólares por acción por sus bonos de capital de American Express, lo cual significa que actualmente presentan un rendimiento después de impuestos del 40%, equivalente a una rentabilidad antes de impuestos del 61%.

Una de las viejas favoritas de Warren, Procter & Gamble, presentó unos

beneficios después de impuestos de 1,28 dólares por acción en 1998. En el año 2007 tenía unos beneficios después de impuestos por acción de 3,31 dólares. Warren pagó 10,15 dólares por acción por sus bonos de capital de Procter & Gamble, que ahora presentan un rendimiento después de impuestos del 32%, lo que equivale a un rendimiento antes de impuestos del 49%.

Con See's Candy, Warren compró toda la compañía por 25 millones de dólares en 1972. En 2007 ésta presentó unos beneficios antes de impuestos de 82 millones de dólares, lo cual significa que los bonos de capital de See's tienen actualmente un rendimiento anual antes de impuestos del 328% sobre su inversión original.

En todas estas empresas, la ventaja competitiva duradera hizo que sus beneficios crecieran año tras año, lo que, a su vez, hizo aumentar el valor subyacente de cada una de ellas. Sí, el mercado bursátil puede tomarse su tiempo para reflejar este aumento, pero, a la larga, lo hace, y Warren ha aprovechado esta «feliz circunstancia» muchas, muchas veces.

Otras maneras de valorar una compañía con ventaja competitiva duradera

Tal como ya hemos comentado anteriormente, Warren empezó a comprar acciones de Coca-Cola en 1987 por un precio medio de 6,50 dólares con unos beneficios por acción antes de impuestos de 0,70 dólares; ello equivale a unos beneficios después de impuestos de 0,46 dólares por acción. Históricamente, los beneficios de Coca-Cola habían ido creciendo a un ritmo anual de aproximadamente el 10%.

Viendo todo esto, Warren podría decir que simplemente compró un bono de capital de Coca-Cola pagando un tipo de interés inicial antes de impuestos del 10,7% sobre su inversión de 6,50 dólares. También podría decir que este rendimiento antes de impuestos aumentaría con el tiempo a un ritmo anual previsto del 10% (el índice de crecimiento anual medio de los beneficios de Coca-Cola durante los diez años anteriores a 1987).

Si en 1987 Warren hubiera proyectado un crecimiento de los beneficios del 10%, podría haber dicho que en 2007 Coca-Cola tendría unos beneficios por acción antes de impuestos de 4,35 dólares y unos beneficios después de impuestos de 2,82 dólares por acción, lo que hubiera significado que el rendimiento antes de impuestos de los bonos de capital de Coca-Cola habrían

crecido hasta el 66%, con unos beneficios antes de Impuestos del 43%.

¿Pero cuál era el valor en 1987 de unos beneficios del 66% antes de impuestos sobre un bono de capital de 6,50 dólares en el año 2007? Ello depende del tipo de descuento que utilicemos. Si utilizarnos un 7%, que es el tipo que tenían aproximadamente los tipos a largo plazo en aquella época, obtenemos un valor descontado de aproximadamente el 17%. Si multiplicamos 17% por los 6,50 dólares por acción que pagaba, obtendremos 1,10 dólares por acción. Si multiplicamos 1,10 dólares por la relación precio/ beneficios de 14 de Coca-Cola en 1987, obtendremos 15,40 dólares por acción. Así pues, en 1987 Warren podría haber dicho que estaba comprando un bono de capital por 6,50 dólares la acción, y que si lo conservaba durante veinte años, su valor intrínseco en 1987 sería realmente de 15,40 dólares por acción.

En el año 2007, los beneficios de Coca-Cola antes de impuestos habían crecido a un ritmo anual del 9,35% hasta los 3,96 dólares por acción, lo que equivale a 2,57 dólares por acción después de impuestos. Esto significa que Warren puede decir que sus bonos de capital de Coca-Cola le están generando ahora unos rendimientos antes de impuestos de 3,96 dólares por acción sobre su inversión original de 6,50 dólares por acción, lo que equivale a un rendimiento actual antes de impuestos del 60% y a un rendimiento después de impuestos del 40%.

El mercado bursátil del año 2007 valoró los bonos de capital de Warren a un precio entre los 45 y los 64 dólares por acción. En 2007, Coca-Cola ganó antes de impuestos 3,96 dólares por bono de capital/acción, lo que equivalía

a 2,57 dólares por bono de capital/acción después de impuestos. Capitalizados al tipo de interés corporativo de 2007 del 6,5%, los beneficios antes de impuestos de Coca-Cola de 3,96 dólares por acción tienen un valor aproximado de 60 dólares por bono de capital/acción (3,96 dólares/0,065 = 60 dólares). Ello es acorde con el valor en el mercado bursátil del año 2007, que estaba entre 45 y 64 dólares por acción.

Con el mercado valorando los bonos de capital de Coca-Cola de Warren a 64 dólares la acción en 2007, éste podría calcular que ha estado consiguiendo una rentabilidad compuesta anual con impuestos diferidos del 12,11% sobre su inversión original. Podernos considerarlo como un bono que pagará unos intereses anuales del 12,11% sin tener que pagar impuestos sobre los intereses conseguidos. Y no sólo eso: tenía que reinvertir todos estos pagos de intereses en más bonos que pagaban el 12,11 %. Sí, algún día habrá que pagar impuestos al vender los bonos de capital, pero, si no se venden, uno sigue ganando un 12,11% libre de impuestos año tras año tras año...

¿No se lo cree? Piense en lo siguiente: Warren ha conseguido unas ganancias de capital aproximadas de 64.000 millones de dólares con sus acciones de Berkshire y aún no ha pagado ni un centavo en impuestos por ello. La mayor acumulación de riqueza privada en toda la historia de la humanidad y ni un céntimo en impuestos a Hacienda.

¿Existe algo mejor?

Cómo Warren determina el momento oportuno para adquirir un negocio fantástico

En el mundo de Warren, el precio que se paga afecta directamente al rendimiento de la inversión. Puesto que él considera que una compañía con una ventaja competitiva duradera es como un bono de capital, cuanto más alto es el precio que se paga, más baja es la rentabilidad inicial y más baja será la rentabilidad sobre las ganancias de la compañía en un plazo de diez años. Veamos un ejemplo: a finales de la década de 1980, Warren empezó a comprar acciones de Coca-Cola a un precio medio de 6,50 dólares por acción con unos beneficios de 0,46 dólares por acción, lo que en el mundo de Warren equivale a una rentabilidad inicial del 7%. En 2007, los beneficios de Coca-Cola eran de 2,57 dólares por acción. Ello significa que Warren puede decir que su bono de capital de Coca-Cola le estaba pagando 2,57 dólares por acción sobre su inversión original de 6,50 dólares, lo que equivale a una rentabilidad del 39,9%. Pero si en los años ochenta hubiera pagado 21 dólares por acción de Coca-Cola, su rentabilidad inicial habría sido del 2,2%. En 2007 esta rentabilidad sólo habría crecido hasta el 12% (2,57 dólares/21 dólares = 12%), un número sin lugar a dudas mucho menos atractivo que el 39,9%.

Así pues, cuanto más bajo es el precio que se paga por una compañía con

una ventaja competitiva duradera, mejor será la rentabilidad a largo plazo, y Warren lo calcula siempre todo a largo plazo. No obstante, estas compañías muy pocas veces, o nunca, pueden comprarse a un precio de ganga desde la perspectiva de la escuela de Graham. Es por ello que los gestores de inversiones que siguen la doctrina de valor que predicó Graham no compran nunca grandes negocios, ya que para ellos éstos son demasiado caros.

Entonces, ¿cuándo deben comprarse acciones de estos negocios? En los mercados bajistas para principiantes. Aunque puedan parecer caros en comparación con otras «gangas del mercado bajista», a largo plazo éstos son en realidad una ganga mucho mejor. Y de vez en cuando también es posible que alguna compañía con una ventaja competitiva duradera cometa una estupidez, lo cual hará que su precio en bolsa baje a corto plazo. Sólo hay que pensar en New Coke. Warren dice que cuando un gran negocio debe enfrentarse a un problema puntual solucionable, entonces es posible que se presente una maravillosa oportunidad de compra. La clave aquí es que el problema sea solucionable.

¿Y cuándo hay que huir de estos supernegocios? En la cima de los mercados alcistas, cuando estos negocios cotizan a unas relaciones precio/ beneficios históricamente altas. Ni tan siquiera una compañía que se beneficie de una ventaja competitiva duradera puede escapar de producir unos resultados mediocres para los inversores si éstos pagan un precio demasiado alto para entrar en ella.

57

Cómo Warren determina el momento de vender

En el mundo de Warren, uno nunca vendería uno de estos maravillosos negocios mientras éste conservara su ventaja competitiva duradera. La sencilla razón es que cuanto más tiempo se está en ellos, más altas son las ganancias. Además, si en algún momento uno vende estas grandes inversiones, lo que hace es invitar a Hacienda a participar en la fiesta. Y si se invita a Hacienda demasiadas veces a la fiesta resulta muy difícil convertirse en inmensamente rico. Piense en lo siguiente: la compañía de Warren ha conseguido unos 36.000 millones de dólares en ganancias de capital gracias a sus inversiones en compañías con ventajas competitivas duraderas. Todo este dinero aún no ha pagado ni un centavo de impuestos, y mientras lo tenga de esta manera no los pagará nunca.

Aun así, algunas veces sí que resulta ventajoso vender alguno de estos maravillosos negocios. La primera es cuando se necesita dinero para realizar una inversión en una compañía aún mejor y a un precio mejor, algo que ocurre de vez en cuando.

La segunda es cuando puede preverse que una compañía va a perder su ventaja competitiva duradera. Ello pasa cada cierto tiempo, como, por

ejemplo, en el caso de los periódicos y las cadenas de televisión. Ambos eran unos negocios fantásticos, pero de pronto apareció Internet y la durabilidad de su ventaja competitiva empezó a verse en entredicho. Una ventaja competitiva cuestionable no es un buen lugar para tener el dinero a largo plazo.

La tercera es durante los mercados alcistas, cuando el mercado bursátil, por el hecho de entrar en un descabellado frenesí comprador, hace subir los precios de estos fantásticos negocios hasta la estratosfera. En estos casos, el precio de venta actual de las acciones de la compañía supera con creces la realidad económica del negocio a largo plazo. La realidad económica de un negocio es como la fuerza de la gravedad y actúa cuando los precios de las acciones suben desorbitadamente. A la larga hará que el precio de estas mismas acciones vuelva a la tierra. Si suben demasiado, el rendimiento conseguido con la venta y la posterior inversión de los beneficios en otro negocio puede ser superior que el obtenido con la permanencia en el negocio. Podemos verlo de la siguiente manera: si prevemos que el negocio que poseemos ganará 10 millones de dólares a lo largo de los veinte años siguientes y alguien nos ofrece hoy 5 millones de dólares por toda la compañía, ¿vamos a venderla? Si sólo podemos invertir estos 5 millones de dólares a un interés anual compuesto del 2%, es muy probable que no vayamos a venderla, ya que estos 5 millones de dólares invertidos hoy a un interés anual compuesto del 2% serán sólo 7,4 millones de dólares dentro de veinte años. No sería ningún gran negocio. Pero si podemos conseguir un interés anual compuesto del 8%, entonces nuestros 5 millones de dólares

serán 23 millones de dólares dentro de veinte años. Visto así, la venta parece una golosina realmente dulce.

Una norma muy sencilla es que cuando vemos unas relaciones precio/beneficios de 40 o superiores en estas grandes compañías, y esto es algo que ocurre de vez en cuando, entonces puede que haya llegado el momento de vender. Pero si vendemos dentro del contexto de un mercado alcista enfervorizado, lo que no debemos hacer es ir rápidamente a comprar otro negocio con una relación también superior a 40. En vez de ello, lo que debemos hacer es pararnos un momento, poner nuestro dinero en letras del tesoro de Estados Unidos y esperar hasta el siguiente mercado bajista. Puesto que siempre hay otro mercado bajista acechando a la vuelta de la esquina, la simple espera nos brindará la oportunidad de oro de comprar acciones de uno o más de estos increíbles negocios con una ventaja competitiva duradera que, a la larga, nos convertirán en inmensamente ricos.

Igual que Warren Buffett.

Apéndice

Balance de situación (en millones de dólares)

Activo		**Fondos propios**	
Bienes inmuebles/planta/equipos	8.493	Acciones preferentes	0
Fondo de comercio, neto	4.246	Acciones ordinarias	1.296
Intangibles, neto	7.863	Prima de emisión	7.378
Inversiones a largo plazo	7.777	Acciones propias (ordinarias)	-23.375
Otros activos a largo plazo	2.675	Reservas	36.235
Otros activos	0	Total fondos propios	21.534
Total activos no corrientes	31.054		
		Pasivo	
Existencias	2.220	Intereses minoritarios	0
Cuentas a cobrar, neto	3.317	Deuda a largo plazo	3.277
Otros activos corrientes	0	Otras deudas	3.133
Gastos diferidos	2.260	Impuesto sobre beneficios diferido	1.890
Efectivo e inversiones a corto plazo	4.208	Total pasivo no corriente	8.300
Total activos corrientes	12.005		
		Deuda a corto plazo	5.919
		Deuda a largo plazo vencida	133
		Otros pasivos corrientes	258
		Cuentas a pagar	1.380
		Gastos anticipados	5.535
		Total pasivo corriente	13.225
Total activo	43.059	Total fondos propios y pasivo	43.059

MODELO DE BALANCE DE SITUACIÓN DE UNA COMPAÑÍA SIN NINGUNA VENTAJA COMPETITIVA DURADERA (EN MILLONES DE DÓLARES)

Activo		**Fondos propios**	
Bienes inmuebles/planta/equipos	40.012	Acciones preferentes	150
Fondo de comercio, neto	736	Acciones ordinarias	880
Intangibles, neto	333	Prima de emisión	7.378
Inversiones a largo plazo	43.778	Acciones propias (ordinarias)	0
Otros activos a largo plazo	22.675	Reservas	7.821
Otros activos	5.076	Total fondos propios	16.229
Total activos no corrientes	112.610		
		Pasivo	
Existencias	10.190	Intereses minoritarios	0
Cuentas a cobrar, neto	69.787	Deuda a largo plazo	133.277
Otros activos corrientes	5	Otras deudas	3.133
Gastos diferidos	260	Impuesto sobre beneficios diferido	5.890
Efectivo e inversiones a corto plazo	28.000	Total pasivo no corriente	142.300
Total activos corrientes	108.242		
		Deuda a corto plazo	32.919
		Deuda a largo plazo vencida	920
		Otros pasivos corrientes	258
		Cuentas a pagar	22.468
		Gastos anticipados	5.758
		Total pasivo corriente	62.323
Total activo	220.852	Total fondos propios y pasivo	220.852

MODELO DE CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE UNA COMPAÑÍA CON UNA VENTAJA COMPETITIVA DURADERA (EN MILLONES DE DÓLARES)

Ingresos	28.857
Coste de ventas	10.406
Margen bruto	18.451
Gastos de explotación:	
Gastos de ventas, generales y administrativos	10.200
Investigación y desarrollo	0
Amortización	1.107
Beneficio de explotación	7.144
Gastos financieros	456
Ganancias (pérdidas) en la venta de activos	1.275
Otros gastos	50
Beneficios antes de impuestos	5.363
Impuesto sobre beneficios	1.877
Beneficio neto	3.486

MODELO DE CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE UNA COMPAÑÍA SIN UNA VENTAJA COMPETITIVA DURADERA (EN MILLONES DE DÓLARES)

Ingresos	172.455
Coste de ventas	142.587
Margen bruto	29.868
Gastos de explotación:	
Gastos de ventas, generales y administrativos	20.170
Investigación y desarrollo	5.020
Amortización	6.800
Beneficio de explotación (pérdida)	(2.122)
Gastos financieros	10.200
Ganancias (pérdidas) en la venta de activos	402
Otros	35
Beneficios antes de impuestos (pérdidas)	(11.955)
Impuesto sobre beneficios	0
Beneficio neto	(11.955)

Glosario básico

Acción ordinaria Títulos que representan la propiedad del negocio. Los titulares de acciones ordinarias tienen derecho a elegir al consejo de administración, a recibir dividendos y a repartirse los beneficios generados por la venta de una compañía después de pagar todas sus deudas.

Warren se enriqueció comprando acciones ordinarias de compañías.

Acciones en circulación Acciones ordinarias, propiedad de los inversores. No incluyen las acciones propias, pero sí las acciones restringidas, propiedad de los directivos corporativos y del personal interno.

Un aumento considerable en el número de acciones circulantes a lo largo de varios años sin un aumento de las ganancias de la compañía significa normalmente que ésta vende acciones nuevas para aumentar su base de capital y compensar así el hecho de ser un negocio mediocre. Warren no quiere saber nada de los negocios mediocres.

Acciones preferentes Acciones que dan un dividendo concreto y no otorgan derecho a voto.

Los compañías con una ventaja competitiva duradera no suelen tener acciones preferentes.

Acciones propias *Acciones ordinarias de la compañía que han sido compradas por la propia compañía. Las acciones propias no dan derecho a*

voto ni a cobrar dividendos, y no deben incluirse dentro de los cálculos de las acciones circulantes.

El hecho de tener acciones propias nos indica que la compañía puede tener una ventaja competitiva duradera.

Activo Algo que es propiedad del negocio y que se espera utilizar para generar ingresos en el futuro.

Tener muchos activos es positivo. Tener muchos activos que generen mucho dinero es aún mejor:

Activos corrientes Activos *-cosas de valor-* que son efectivo o que se espera convertir en efectivo en el plazo de un año. Estos activos se incorporan en el balance de situación e incluyen el efectivo, los equivalentes en efectivo, las cuentas a cobrar, las existencias y los gastos diferidos.

Activos intangibles Ciertos activos, como patentes y derechos de autor, que no pueden tocarse físicamente, pero sí pueden generar ingresos.

Podemos imaginárnoslos como unos monopolios protegidos por la ley y que son una especie de ventaja competitiva duradera. El único problema con las patentes es que a la larga caducan, o *pierden su protección. Cuando esto ocurre, todas las compañías del mundo pueden fabricar este producto y la compañía en cuestión pierde la ventaja competitiva que le daba la patente. Ésta es la razón por la que Warren no ha querido saber nada históricamente de las compañías farmacéuticas.*

Amortización Desgaste producido por el uso, en el caso de activos

tangibles, y distribución del coste de adquisición entre los años establecidos de disfrute, en el caso de activos intangibles. En ambos casos, el importe del desgaste o de la distribución del coste genera un cargo por amortización sobre el activo correspondiente.

La amortización se aplica a los activos tangibles por ejemplo, una planta de producción, que sufre un desgaste por uso a lo largo de su vida, así como a los activos intangibles, por ejemplo, las patentes, cuyo coste se distribuye (amortiza) o lo largo de los años en los que éstas están vigentes.

Amortización acumulada Total de la amortización, o descenso en el valor, que se ha aplicado a un activo.

A los contables les gusta tenerlo todo controlado, incluyendo la amortización. Podemos imaginamos la amortización acumulada como una papelera muy grande en la que pueden encontrarse todas las amortizaciones que han sufrido los activos dé la compañía.

Balance de situación Resumen de los activos, las obligaciones y el capital social de una compañía en una fecha concreta, como, por ejemplo, al final del año fiscal.

Un balance de situación se describe a menudo como uno instantánea de la situación financiera de una compañía en un día concreto dentro del año. No existe nada que sea un balance de situación para un período más largo. Un balance de situación indica la cantidad de dinero que tiene lo compañía y la cantidad de dinero que debe. Restando el uno del otro sabremos el dinero que tiene la compañía a su disposición.

Beneficio neto Beneficios de la compañía después de restar de los ingresos todos los costes, gastos e impuestos.

Cuanto más beneficio neto, mejor. Cuanto más regulares sean los beneficios netos, más probable será que la compañía tenga una ventaja competitiva duradera.

Beneficios de explotación Ganancias de la compañía a partir de sus operaciones continuadas. Este importe equivale a los beneficios antes de deducir de ellos los pagos de intereses y el impuesto sobre sociedades. También se conocen como EBIT (beneficios antes de intereses e impuestos).

Clasificación AAA Clasificación máxima que da Standard & Poor's a una compañía por su sensatez financiera.

No puede encontrarse nada mejor. Una compañía con esta clasificación es una verdadera joya.

Coeficiente de solvencia Relación entre los activos corrientes y el pasivo corriente.

En lo búsqueda de la compañía con una ventaja competitiva duradera, el coeficiente de solvencia tiene muy poca importancia.

Compañía infravalorada Compañía que cotiza en el mercado bursátil a un precio inferior al valor del negocio a largo plazo.

Benjamín Graham compró compañías infravaloradas y ganó millones. Warren compró compañías con una ventaja competitiva duradera y ganó miles de millones.

Coste de ventas Coste de las existencias vendidas durante un período concreto. 0 coste de la obtención de materias primas y la fabricación de productos terminados.

Unos costes de ventas bajos en relación con los ingresos suponen una situación positiva; los costes altos son negativos.

Cuenta de pérdidas y ganancias Muestra los ingresos y los gastos de una compañía durante un período concreto.

La cuenta de pérdidas y ganancias de un único año nos dice muy poco. Para encontrar realmente la compañía con una ventaja competitiva duradera debemos analizar las cuentas de pérdidas y ganancias de cinco a diez años.

Cuentas a cobrar Dinero que le deben a una compañía por los artículos que ha vendido y que aún no ha cobrado.

Tener muchas cuentas a cobrares algo bueno, *pero tener una gran cantidad de efectivo es aún mejor.*

Deuda Importe que la compañía debe pagar a otros.

Las deudas aparecen en el balance de situación, y no *son nada bueno. Todas las compañías deberían esforzarse por tener la menor cantidad posible.*

Deuda a largo plazo Deuda que vence en una fecha más allá del año fiscal en curso.

Los compañías con una ventaja competitiva duradera acostumbran a tener poca -o ninguna- deuda a largo plazo.

EBITDA Beneficios antes de intereses, impuestos y amortización.

A las compañías que no ganan dinero les encanta el EBITDA. Warren cree que el EBITDA es algo inútil. Siempre que oigamos a directivos hablando de EBITDA debemos interpretar que su compañía no tiene ninguna ventaja competitiva duradera.

Endeudamiento Cantidad de deuda que tiene la compañía en relación con el patrimonio neto.

La presencia de una gran cantidad de endeudamiento durante un período prolongado significa normalmente que la compañía no tiene ninguna ventaja competitiva duradera.

Estados financieros Balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias y estado de flujo de efectivo.

Muestra dónde están todas las riquezas de la compañía, pero hay que verlo a lo largo de varios años para saber realmente qué está pasando dentro de la compañía en cuestión.

Existencias Productos de una compañía que ya están terminados o que se encuentran en alguna de las fases de producción y que se venderán a los clientes de la empresa.

Si las ventas bajan y las existencias crecen, hay que tener mucho cuidado.

Flujo de efectivo Cantidad de efectivo generada por la compañía durante un período específico. Su seguimiento se realiza en el estado de flujo de efectivo.

Fondo de comercio Valor superior de un activo en relación con el valor que aparece en los libros.

Por ejemplo, uno compañía tiene un valor contable de 10 dólares por acción y un precio de venta de 15 dólares por acción. Estos 5 dólares de más en relación con el valor contable se contabilizan como fondo de comercio en caso de compro de la compañía por parte de otra compañía.

Gasto en investigación y desarrollo Cantidad de dinero que una compañía dedica, durante un período concreto, a la producción y la mejora de productos nuevos.

Las compañías con una ventaja competitiva duradera suelen tener pocos o ningún gasto en investigación y desarrollo.

Gasto financiero Cantidad de dinero que paga una compañía en concepto de intereses por su deuda a largo y a corto plazo.

Las compañías sin una ventaja competitiva duradera acostumbran a tener un gasto financiero alto porque soportan mucha deuda. Las compañías con una ventaja competitiva duradera no suelen tener mucha deuda, por lo que el gasto financiero es normalmente bajo o inexistente.

Gastos de capital Cantidad de dinero que gasta la compañía cada año en la construcción de infraestructuras nuevas o en la modernización de las antiguas.

Las compañías con una ventaja competitiva duradera acostumbran a tener unos gastos de capital bajos.

Gastos de explotación Costes de funcionamiento del negocio que no están directamente vinculados a los costes de producción de los productos de la compañía.

Cuantos menos, mejor.

Gastos de ventas, generales y administrativos Gastos por estos conceptos, que incluyen los gastos por las ventas directas e indirectas y todos los gastos generales y administrativos en los que incurre una compañía durante el período contable. Estos gastos incluyen los salarios de los directivos, la publicidad, los gastos de viajes, los honorarios legales, las comisiones, las nóminas y similares.

Cuantos menos, mejor.

Gastos diferidos Activo corriente que representa un gasto que ya se pagó anteriormente o al principio del período contable durante el cual se recibirá el beneficio generado por este gasto.

Ingresos Dinero recibido o que debe cobrarse por la venta de los productos o los servicios de la compañía.

Todo empieza con los ingresos, pero éstos no deben utilizarse nunca como la única manera para valorar un negocio, a menos que trabaje en Wall Street e intente vender al público las acciones de una compañía que no gana dinero.

Margen bruto Ganancias por la venta de productos. Es el importe total de ventas menos el coste de ventas.

Cuanto más alto, mejor. Las compañías con una ventaja competitiva duradera acostumbran a presentar unos márgenes brutos altos.

Negocio mediocre Compañía que no tiene ninguna ventaja competitiva duradera y que se ve sometida a unas grandes presiones por parte de la competencia.

Éste es el tipo de compañía que convierte a uno en pobre a largo plazo.

Obligación Título que representa deuda a largo plazo.

Las compañías con ventajas competitivas duraderas no tienen muchas obligaciones porque normalmente no tienen mucha deuda. Y no tener mucha deuda es algo positivo.

Pasivo corriente Dinero que debe pagarse en el plazo de un año.

Patrimonio neto Valor neto del negocio. Los activos totales menos los pasivos totales nos dan el patrimonio neto.

Rentabilidad financiera Beneficio neto de una compañía dividido por su patrimonio neto.

Ésta es una de las maneras con los que Warren sabe si la compañía tiene una ventaja competitiva duradera o no. Cuanto más alta, mejor.

Reservas Beneficios netos acumulados del negocio que no se han repartido en forma de dividendos.

Un crecimiento sólido a largo plazo en las reservas es uno de los indicios de que una compañía tiene ventaja competitiva duradera.

Valor contable Todos los activos de la compañía menos todos los pasivos. Si dividimos este valor por el número de acciones en circulación, obtendremos el valor contable por acción.

Uno subida del valor contable es algo positivo; uno bajada del valor contable es algo negativo.

Ventaja competitiva Una superioridad sobre la competencia que permite que la compañía gane más dinero.

Cuanto más efectivo pueda generar una compañía, más contentos estarán sus accionistas. A Warren sólo le interesan las compañías que tienen una ventaja competitiva que puede mantenerse a lo largo de un período largo.

Ventaja competitiva duradera Ventaja competitiva sobre la competencia que puede mantenerse a largo plazo.

Éste es el secreto del éxito de Warren y la razón de que usted esté leyendo este libro.

Agradecimientos

Estamos en gran deuda con Warren Buffett por su amabilidad, generosidad y sabiduría a lo largo de los años. Un millón de gracias no serían suficientes.

También estamos muy satisfechos con Scribner, nuestra casa editorial. Nos gustaría dar las gracias de una manera especial a nuestras editoras Susan Moldow y Roz Lippel, que nos han concedido un alto grado de libertad para escribir este libro. También estamos muy agradecidos a Roz por aquellos toques finales que sólo una gran editora puede añadir. Y gracias también a Tom Dussel por sus brillantes gestiones con nuestros socios internacionales que publican nuestros libros.

También queremos dar las gracias a nuestra editora jubilada Eleanor Rawson, que tuvo la visión de publicar nuestro primer libro, *Buffettología* (Alienta).

Yo, Mary, quiero dedicar este libro a las personas más importantes de mi vida, que son mi familia. En primer lugar a mis hijos Erica, Nicole y Sam, que me dan todo el amor y la felicidad y me hacen sentir cada día más orgullosa de ellos. A mis hermanas Dorothy Manley, por estar siempre allí para todo lo que he necesitado, y Laura Sir Mons, a quien sigo recurriendo para las cosas más importantes de la vida y para vivirla al máximo. Y a Jim Manley, mi cuñado, que siempre nos impulsa a alcanzar la perfección mediante práctica,

práctica, práctica...

También quiero dar las gracias a «Just» Joe Campbell, la persona más amable que conozco y a quien amo; a Jocelyn Skinner, mi mejor amiga y la persona que ilumina mi mundo; al increíble Richard Bangs, aventurero y gran amigo; a Scott Daggatt por su amistad y sus extraordinarios consejos; a Rita Watnick y Michael Stoyla por creer siempre en mí y ayudarme en todo momento; a mi nuevo amigo de mente privilegiada Bob McElwee; a la milagrosa Debbie Levin por su amistad y por el importante trabajo que realiza como presidenta de la Environmental Media Association; a Ken Spratford, mi colega, y a Janos Kalla por conseguir que continúe siendo una persona cuerda y por estar siempre ahí. También estoy muy agradecida a Jay Hill, mi compañera de blog y la chica más inteligente que conozco. Y unas gracias muy especiales al gran músico y compositor Ken Hankins, también conocido como «Joy», por inspirarme cada día.

David quiere dar las gracias a Kate y a Dexter por todo su amor, a Sam y Andy por ser unos excelentes hermanos, y a Cindy Connolly y Bob Eisenberg por haber sido siempre unos fantásticos amigos. También se siente especialmente agradecido a los artistas Terry Rosenberg y Steve Joy por responder siempre a sus llamadas para tomar café, y al cineasta Alexander Payne por las muchas y grandes conversaciones mantenidas con él. Quiere dar unas gracias especiales a Todd Simón por infinidad de cosas, entre ellas el hecho de haber llevado a Betiana y Mia a nuestras vidas.

David también quiere agradecer su ayuda al abogado de Wyoming Gerry Spence por su gran amistad y por sus útiles consejos a lo largo de muchos

años. Nadie ha tenido nunca un amigo mejor ni más interesante.

Y, por último, pero no por ello menos importante, ambos queremos dar las gracias al difunto Benjamín Graham, que plantó el árbol bajo cuya copa ahora nos encontramos todos sentados.

Sobre los autores

Mary Buffett es una autora de gran éxito internacional y da conferencias sobre los métodos de inversión de Warren Buffett. David Clark es una autoridad internacional en buffettología y socio gerente de un grupo privado de inversiones de Omaha, Nebraska. Juntos han escrito cuatro libros de gran éxito sobre los métodos de inversión de Warren Buffett. Sus libros, *El tao de Warren Buffett* (Alienta), *The New Buffettology, The Buffettology Workbook* y *Buffettología* (Ediciones Gestión 2000), se han publicado en más de diecisiete idiomas en todo el mundo, que incluyen el chino, el ruso, el hebreo y el árabe.