

El poder de convocatoria de Warren Buffett es creciente y no hay buen gestor y analista que se precie que no haya acudido a alguno de sus encuentros anuales en Omaha.

Entramos en el santuario de Warren Buffett

Se ha convertido en una peregrinación de más de 40.000 personas, que desean escuchar al oráculo de Omaha con motivo de la reunión anual de su principal compañía, Berkshire Hathaway. Nuestra revista estuvo allí y vivió de forma directa lo que el propio Warren Buffett califica del "Woodstock para capitalistas", uno de los eventos más masivos del mundo de las finanzas. Por **LUIS TORRAS**.

“What gives you opportunity as a long term investor is people doing dumb things.”

Warren Buffett

Durante décadas, **Warren Buffett** y **Charlie Munger** han sido los anfitriones de la ahora multitudinaria reunión anual de accionistas de **Berkshire Hathaway**. La reunión se realiza en la ciudad natal de Buffett y Munger, Omaha, una pequeña localidad situada en el curso del río Missouri entre los estados de Nebraska y Iowa, en pleno *midwest* americano. Se trata de una localidad de cerca de medio millón de habitantes, conocida principalmente por su zoo –del que todo el mundo habla maravillas– y por justamente albergar la sede de Berkshire Hathaway, el vehículo inversor de Warren Buffett.

Lo más destacable de Omaha es su centro histórico, unas bonitas calles con adoquines rojizos y edificios de obra vista rodeados por unos amplios porches de madera con sabor a *far west*. En estas calles uno puede perderse por los desordenados pasillos de la **Jackson Street Bookshop**, una librería con todo tipo de libros de segunda mano que parece extraída de una novela de **Ruiz Zafón**. Este año me tropecé de casualidad con una primera edición del voluminoso libro *History of the City of Omaha*, de 1894, de **James Savage** y **John Bell**. En su primer capítulo descubro, y como sucede

con otros tantos enclaves de la amplia geografía de Estados Unidos, que los primeros en explorar estas tierras fueron los españoles en el siglo XVI, que tras la conquista de México organizaron diversas de las primeras expediciones por el Nuevo Mundo, casi tres siglos antes de la célebre expedición de Lewis y Clark impulsada por el presidente Jefferson.

Omaha tiene una climatología cambiante y extrema, casi siempre muy difícil de predecir donde en un mismo día puede alternarse con facilidad la lluvia con un sol espléndido; como si el clima quisiera emular el comportamiento de los mercados e impregnar carácter a los habitantes del lugar.

Pese a su aparentemente aislamiento, Omaha ocupa

→ **LA PEREGRINACIÓN a Omaha no es un encuentro, es una experiencia; un Port Aventura para inversores y ahorradores.**

un enclave estratégico dentro de lo que se conoce como *corn belt* (también conocido como medio oeste), que va desde las dos Dakotas, Nebraska, Kansas en el oeste, hasta los estados de Michigan, Ohio y Kentucky en el este; una región que concentra cerca del 80% de la producción agrícola de Estados Unidos. Bajo el suelo del estado de Nebraska no hay petróleo como en Texas, pero hay un recurso igualmente valioso:

agua, embalsamada en el subsuelo en el acuífero de Ogalla, la mayor reserva de agua potable del país y que soporta la enorme producción de las grandes llanuras. Omaha ha sido siempre considerada la “puerta del oeste”. Su historia moderna está muy vinculada al desarrollo de la tecnología del transporte: primero con las caravanas (hoy símbolo del conocido Wells Fargo); más tarde con el transporte fluvial a través del sistema fluvial del Mississippi-Missouri; y, finalmente con el desarrollo del ferrocarril a partir de la década de 1850s y 1860s, y donde Omaha se →→→ convertirá en uno de los nudos de la red de la Union Pacific que unirá las dos costas del país. Los *Buffetts*, emigrantes de origen francés y con cierta fama de

Aprendiendo del oráculo

Productividad del capital

1

Una de las cosas en las que Buffett lleva insistiendo décadas en estas reuniones, es en poner el foco en el negocio, no en la cotización o lo que vayan a hacer los mercados a corto plazo.

Para Buffett la pregunta clave que uno debe saber responder a la hora de invertir es cuál será la productividad del capital de un negocio a largo plazo. Si uno no es capaz de emitir un juicio razonable, lo mejor es pasar y buscar otra cosa. Buffett y Munger son célebres por desdeñar la dispersión tan frecuente en las carteras de inversión donde se invierte sin conocimiento ni convicción de los negocios en los que se invierte.

Actualmente, aproximadamente un 40% de su cartera se concentra en Apple. Para Buffett la manera de gestionar el riesgo es conocer y entender los negocios en los que se invierte –lo que requiere conocer cuál es nuestro *circulo de competencia*–, y ser capaz de adquirirlos con cierto margen de seguridad. A este respecto, Buffett destacó que la inversión en valor, las oportunidades y ventajas que *Mr. Market* da a los inversores a largo plazo, no se agotaran porque la gente sigue y seguirá haciendo “cosas estúpidas”, en referencia al corto placismo y enorme emocionalidad de los mercados y que suponen una ventaja competitiva. El matiz (como siempre) lo puso Munger que argumentó que ciertamente el *value investing* era más fácil antes que ahora, por el incremento en la competitividad relativa del mercado con respecto a hace tan solo unos años. *

→→→ tacañones, granjeros en Long Island, se trasladaron a Omaha por esta misma época.

Seguramente sea por eso que Omaha ha contado siempre con cierta burguesía local, muy vinculada a la actividad agrícola y ganadera, en sus inicios, luego ligada al transporte y a la banca; y finalmente a los seguros y la inversión en la actualidad. Durante los días que dura la junta, es fácil cruzarse con **Guy Spier** (Aquamarine), **Monish Pabrai** (Pabrai Funds), **Tom Gayner** (CEO Markel, una “mini Berkshire” en modelo y cultura), **Rob Vinall** (RV Capital), **Francois Rochon** (Giverny Capital), o el legendario inversor **Chuck Akre** (Akre Funds), tanto por las calles de Omaha como en los muchos eventos y encuentros que rodean la junta de Berkshire. También con grandes autores como **Lawrence Cunningham**, **Robert Hagstrom**, **Tedd Finkle**, **Adam Mead**, **Robert Caldiani** (autor de uno de los libros favoritos de Munger), y personalidades como **Bill Gates** (que durante muchos años fue consejero de Berkshire) o **Tim Cook**, CEO de Apple de la que Berkshire es uno de los principales accionistas.

La peregrinación a Omaha no es un encuentro, es una experiencia; un Port Aventura para inversores y ahorradores que pueden participar esos días de conferencias y reuniones de todo tipo. Conocer mejor Berkshire, pero también

→ **BUFFETT Y MUNGER** volvieron a señalar que se equivocan a menudo con sus decisiones de inversión.

conocer a inversores de todo el mundo.

Pese a la complejidad del grupo, Buffett da cuentas de los resultados de Berkshire en apenas diez minutos, utilizando tres láminas sin ningún tipo de adorno, donde reporta la evolución del resultado operativo (Ebit) de los diferentes negocios, las principales métricas del negocio asegurador, y los cambios en el valor de mercado de la cartera de inversiones cotizadas del grupo. A partir de ahí, todo gira en torno a un larguísimo turno de preguntas que se extiende prácticamente durante todo el día. Las preguntas abordan casi cualquier tema de actualidad, desde el estado

de la economía y los mercados, los avances tecnológicos como la Inteligencia Artificial, recomendaciones de libros, o el complejo tablero global internacional.

Berkshire: una compañía singular

Berkshire Hathaway es la compañía más excepcional y singular del Forbes 500. Presidida desde hace 57 años por Warren Buffett (92 años), el CEO más proveyo del mundo, en el que es ya el “reinado corporativo” más longevo de la historia del capitalismo. Berkshire es también singular por su cultura corporativa, una de las más estudiadas y admiradas del mundo; se estima que de Buffett y Berkshire se hayan podido publicar más de 300 libros. Berkshire es la mayor empresa del mundo por patrimonio neto, la séptima por capitalización bursátil

en Estados Unidos. Buffett está entre los diez hombres más ricos del mundo (una fortuna concentrada en sus acciones de Berkshire, de las que nunca ha vendido una acción), el único de esta lista que no es ningún emprendedor y que el origen de su fortuna descansa en el oficio de invertir. Berkshire no paga dividendos (tan solo lo hizo una vez, y para Buffett fue un error), no facilita *guidance* sobre sus beneficios trimestrales, ni se reúne con analistas *sell-side* de Wall Street. Tampoco hace reuniones privadas con grandes inversores, y es la única gran empresa de Estados Unidos que no publica memoria ESG (ni tampoco RSC, cuando estaba de moda). Buffett, a diferencia de otros CEOs, procura mantener su agenda despejada, planificar poco, y de esta manera estar disponible si alguien le llama y, sobretodo, para poder tener tiempo para leer, de todo, aunque

Aprendiendo del oraculo

No confundir precio con valor

2

Uno de los mantras de Buffett es recordar constantemente que “el mercado está para servirte, no para instruirte”, en el sentido de que *Mr. Market* nos da liquidez diaria por nuestras acciones, pero esto no quiere decir que este precio a la que nos ofrece o compra nuestras acciones tenga sentido: la mayoría de las veces este precio estará lejos de su precio justo, ya sea por arriba o por bajo. Comprar un negocio por debajo de lo que vale, aprovechando la volatilidad y orientación a corto plazo del mercado es en lo que consiste la inversión en valor. Buffett destacó a este respecto que las oportunidades para los inversores pacientes seguirán existiendo por la persistencia de la gente a hacer cosas estúpidas, pese a la evidente democratización de la información y acceso más abierto a los mercados, la condición humana sigue siendo la misma. ✨



El autor de este reportaje, Luis Torras, en Farnan Street ante la casa de Warren Buffett, un lugar de visita casi obligado para quienes se acercan a Omaha a escuchar al gran inversor.

esencialmente informes anuales. Y pensar.

Desde que Buffett está al frente de Berkshire Hathaway (1965), ha obtenido un retorno anual acumulativo del 20% en comparación con el 10% del S&P500 (y eso sin ajustar la volatilidad), un éxito que se apoya en aproximar los mercados poniendo el foco en los negocios con una visión de “empresario-propietario” (*owner mindset*). Buffett no ve acciones, ve negocios; no ve accionistas, ve socios. Unos elementos que también explican la predicación, admiración e influencia que Buffett tiene hoy en el mundo de la inversión y que no tiene parangón con ningún otro inversor.

La reunión de accionistas es también singular. La primera de estas reuniones tuvo lugar en 1973, en la cafetería de una de las

subsidiarias del grupo. Se trataba de un encuentro discreto, y donde la proximidad entre Buffett y Munger era total. En 1981, en plena fiebre de LBOs y demás operaciones corporativas apalancadas en aquel entonces lideradas por Henry Kravis, solo asistieron 12 personas, pese a ya más que sorprendente buen rendimiento del conglomerado de Buffett. En 2023, se estima que cerca de 40.000 personas asistimos a la junta, más

→ PESE a la complejidad del grupo, Buffett da cuentas de los resultados de Berkshire en apenas diez minutos, utilizando tres láminas.

cientos de miles que la siguieron por *streaming* en los cinco continentes.

El salto mediático de Buffett se produce paradójicamente en uno de sus momentos más difíciles cuando tuvo que asumir el liderazgo de **Salomon Brothers** en 1991 tras la dimisión del anterior CEO **John Gutfreund**, cuya gestión había sido respaldada por Buffett en varias ocasiones. Gutfreund no supo gestionar el escándalo en el que se había visto involucrada la compañía al ser condenada por manipular las subastas primarias de bonos del Tesoro americano, y por la que se le impuso la multa más onerosa jamás impuesta a un banco estadounidense, 250 millones de dólares. Fueron unos momentos de gran fragilidad para Buffett que vio como peligraba su

activo máspreciado: su reputación.

Buffett era ya un veteránísimo inversor, cuyo éxito no solo se explicaba por su pericia a la hora de adquirir negocios, y por su integridad personal.

Cuando tuvo que declarar ante el congreso, el sabio de Omaha cogió el toro por los cuernos y en una breve intervención pidió disculpas al pueblo americano en su nombre y en el de los 8.000 empleados de la compañía, ofreciendo al regulador toda la colaboración posible para aclarar los hechos y dirimir responsabilidades. Buffett concluyó su célebre intervención con una frase que ya forma parte de su almanaque de sabiduría: “*Lose money for the firm, and I will be understanding; lose a shred of reputation for the firm, and I will be ruthless.*”

Esto situó a Buffett en el foco mediático de manera definitiva, pasando a representar algo distinto a la manera de hacer de Wall Street. El modelo Buffett es diferente, un capitalismo de vieja escuela, orientado al largo plazo, y articulado alrededor de la responsabilidad personal y el sentido común.

“The goal of each investor should be to create a portfolio that will deliver him or her the highest possible look-through earnings a decade or so from now.”

Warren Buffett, Berkshire Hathaway 1991 Letter →→→

→→ El modelo Berkshire Hathaway

Berkshire Hathaway es un conglomerado asegurador, industrial y financiero. Se trata de un grupo muy particular, lejos de los anacrónicos y burocráticos conglomerados que dominaron el paisaje capitalista de Estados Unidos durante los 60s y 70s. Al contrario, Berkshire se caracteriza por una cultura tremendamente ágil y descentralizada.

Greg Abel, que está llamado a sustituir a Buffett cuando ya no esté, es el responsable de lo que en Berkshire llaman *operative business*, principalmente ferrocarriles y energía, y el resto de participaciones industriales que la compañía controla al 100% (a cierre de abril, la compañía contaba con 63 filiales). **Ajit Jain**, es el responsable de la actividad aseguradora, una gestión caracterizada por la prudencia en la concesión, que permite generar un oneroso capital flotante (*“float”*), esto es la diferencia entre las primas recaudadas y el coste de cubrir la siniestralidad del capital asegurado. Una partida clave dentro del balance de Berkshire y que hoy asciende a la importante cifra de 165 mil millones de dólares. No son fondos propios, pero sí como un fantástico



De izquierda a derecha y siempre junto a Luis Torras: **Monis Pabrai**, el llamado Warren Buffett indio; **Chuck Akre**, legendario inversor en valor, fundador de Akre Fund; **Gautam Baid**, inversor indio y autor del *best seller* *“The Joys of Compounding”*.



Aprendiendo del oráculo

Valoraciones y tipo de interés

Una de las cosas El gran tema de los últimos años ha sido la inflación y la subida de tipos que ha tenido un efecto muy significativo sobre la valoración de los activos financieros. En muchas ocasiones, Buffett se ha referido a los tipos de interés como la *“fuerza de la gravedad”* para la valoración de los activos, donde existe una relación de enorme sensibilidad. Sin embargo, no todos los activos han ajustado sus valoraciones con la misma intensidad y rapidez. Preguntado por el *Comercial Real Estate (CRE)*, Buffett destacó que Berkshire tiene una exposición muy limitada, y también aprovechó para lanzar alguna crítica al sector del capital riesgo en general y la manera en la que se reportan las valoraciones, donde en muchos casos no se han ajustado. Problema de buena parte de la inversión en el sector de real estate, señaló Buffett, es que la valoración demasiadas veces acaba dependiendo casi exclusivamente de la capacidad de apalancamiento del comprador lo que añade ciclicidad al sector. Munger añadió como ahora el sector está en proceso de descubrir que muchas inversiones igual eran rentables con un coste de endeudamiento al 2,5%, pero que han dejado de serlo con un coste de endeudamiento al 5%. ✱

manantial de liquidez (un depósito que no necesita ser remunerado) disponible para invertir y que ha permitido a Buffett maximizar el carácter contra cíclico de sus inversiones evitando, como pasa con los fondos de inversión, que los partícipes entren dinero al

calor de la subida de las Bolsas, cuando todo está caro, y para luego retirarlo en momentos bajistas cuando las oportunidades se multiplican. Para el inversor **Bill Ackman**, presidente de **Pershing Square**, otro vehículo que busca un diseño resistente al ciclo del capital y la

psicología bursátil, señalaba en una de sus últimas cartas como el modelo Berkshire es *the best you can get* y supone una ventaja competitiva fabulosa para Buffett a la hora de invertir.

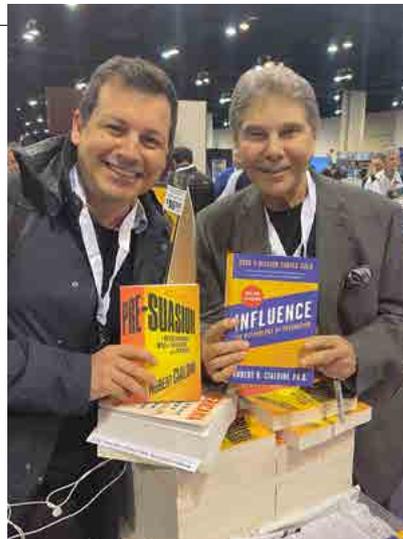
Por último, Buffett y Munger se encargan de cómo se emplea la enorme cantidad de fondos que genera la compañía, y de la supervisión general, incluida la cartera financiera seguida por inversores de todo el mundo. Esta cartera financiera se gestiona conjuntamente con **Tedd Comps** y **Ted Weschler**, que tienen delegada la gestión de parte de este pilar de la compañía hoy valorada en 350.000 millones de dólares (un volumen enorme que, como señala el propio Buffett, hoy es una desventaja a la hora de capturar oportunidades de valor, más abundantes en el segmento de empresas más pequeñas y medianas. Las inversiones financieras representan hoy un

48% de la capitalización bursátil de la compañía (725.000 millones, en el momento de escribir estas líneas), y con unos fondos propios de 472.000 millones.

Estructura de Berkshire Hathaway

El modelo de Berkshire consiste en una colección de buenos negocios, duraderos, predecibles y con una buena rentabilidad sobre el capital invertido, con un motor asegurador que da estabilidad a la liquidez. Se trata de un SPV diseñado para maximizar el interés compuesto del ahorro a largo plazo.

Berkshire es lo que se conoce como una *serial acquirer*, es decir una empresa que crece a través de adquirir otros negocios, uno de los empleos más habituales de Buffett durante todos estos años y que explican el enorme crecimiento en el valor de la compañía al que hacíamos antes referencia. Entre las adquisiciones más icónicas encontramos la operación de **Nebraska Furniture, GEICO, See Candie's, NetJets, Wesco Financial**, y hasta un total de algo más de 80 adquisiciones desde 1964, año en el que Buffett adquirió Berkshire Hathaway y que hoy sirve de matriz. Unas adquisiciones en donde la clave ha sido siempre, dar



De izquierda a derecha y siempre junto a Luis Torras: **Robert Cialdini**, autor de uno de los libros que más recomienda el principal socio de Buffett, Charlie Minger; **Lawrence Cunningham**, autor de los ensayos de Warren Buffett, consejero en *Constellation Software* y *Marker Corporation* (conocida también como la "mini Berkshire"); **Rob Vinal**, gestor del *hedge fund RV Capital*.

con negocios duraderos sin sobrepagar por ellos.

De hecho, la adquisición de Berkshire, entonces por parte de **Buffett Partnership**, es bastante icónica y ayuda a entender la mentalidad de Buffett como inversor en valor; además de también ser uno de sus mayores errores como inversor. Berkshire Hathaway es el resultado de la fusión en 1955 entre dos viejas glorias del sector textil de Nueva Inglaterra: **Berkshire Fine Spinning Associates** y **Hathaway Manufacturing**.

La compañía resultante empleaba a 12.000 empleados con 120 millones de dólares en facturación. Para cuando la compañía atrajo la atención de Buffett en 1962, Berkshire operaba en un sector en declive, sin capacidad de competir contra la fuerza pujante de los países emergentes. Siguiendo la filosofía de su mentor Ben Graham, Buffett veía en Berkshire lo que se llamaba "empresa colilla" (*cigar butt*, o *net-net*, es decir compañías que cotizan por debajo del valor de sus

activos corrientes). Generalmente, empresas en negocios decadentes o en problemas, pero que debido a cotizar a precios extremadamente deprimidos, se les podía sacar una última "calada", según señala **Ben Graham** en su libro "El inversor Inteligente" (Deustro 2022).

Cada vez que Berkshire cerraba una planta la acción subía, ya que la compañía liberaba un capital que podía retornarse a los accionistas en forma de recompra de acciones. Si uno era capaz de comprar a un precio suficientemente bajo, podía asegurarse un retorno más que decente sin apenas incurrir en riesgo. Buffett empezó a comprar acciones a 7,60 dólares, cuando el valor de los activos netos por acción lo estimaba en 19 dólares a partir de la valoración en libros (una de las métricas de valoración favoritas para Buffett). En 1965, **Buffett Partnership**, tenía intereses en la compañía por valor de 14 millones de dólares. Esta importante posición →→

Aprendiendo del oraculo Gestión de expectativas



Otra de las ideas más repetidas de Buffett, también de Munger, a la hora de tener éxito en la vida y en las inversiones es la de mantener una buena gestión de expectativas. "I would advise value investors to be happy with lower returns in the future," apuntilló Munger. Una advertencia que llevan dando desde hace años y que forma parte central de su credo como inversores. Eso no es óbice para que (especialmente) Buffett, se muestre siempre optimista con respecto al futuro. De hecho, una de las cosas admirables de ambos es la pasividad y realismo con el que aceptan la volatilidad e incertidumbre consustancial del mercado, sabedores de que el tiempo pone todo en su sitio. *

inquietó al anacrónico equipo directivo de Berkshire que ofertó recomprar su paquete de acciones a 11,5 dólares. Buffett inicialmente aceptó. Sin embargo, cuando recibió la oferta formal la junta directiva había bajado el precio a 11,38 dólares la acción. Una decisión que hizo enfurecer a Buffett, quizás de las pocas veces en las que el sabio de Omaha se dejó dominar por sus emociones. En represalia, intensificó el proceso de compras de acciones de Berkshire para tomar el control de la compañía y despedir al equipo directivo que estaba llevando la compañía a la ruina. En una entrevista en 2010, Buffett reconocía que si hubiera recibido una oferta de compra por 11,5 dólares, la hubiera aceptado. Aunque luego la trayectoria de Berkshire ha sido meteórica, Buffett siempre ha reconocido que su adquisición fue una cosa tremendamente estúpida. Durante el



Bancos, banqueros centrales y sentido del humor

Como no podía ser de otra manera, en el larguísimo turno de preguntas, se abordó el tema de los bancos regionales y las quiebras que han afectado algunos bancos, en parte por los efectos de segundo orden que ha provocado la rápida subida de tipos para controlar la inflación. En ese momento, Buffett y Munger, conocidos por su buen sentido del humor, descubrieron dos letreros en los que se podía leer los dos acrónimos de moda: Available for Sale y Hold to Maturity. Buffett explicó, con su habitual sencillez, los problemas de la banca derivados de operar con un balance muy apalancado y con descalce de plazos; cuando este descalce es excesivo, la entidad puede quedar muy expuesta, como ha pasado, por ejemplo con Sillicon Valley Bank, quizás el caso más paradigmático. Al mismo tiempo, Buffett defendió el papel de Jerome Powell al frente de la Fed, y dijo no estar preocupado por la situación de los bancos regionales. De hecho, apostó a que ningún ahorrador iba a perder un dólar de sus depósitos. Por último, tampoco se mostró preocupado por el abultado déficit de Estados Unidos. Aquí el contrapunto lo dio Munger que sí expresó su preocupación por una impresión de dinero sin límites, donde se llega a un punto en el que empieza a ser contraproducente. *

turno de preguntas de este año, Buffett y Munger volvieron a señalar como se equivocan a menudo con sus decisiones de inversión, recordando que la clave en este oficio es “permanecer lo más racional que uno pueda”.

El caso de Berkshire también es significativo de la importancia que ha dado siempre Buffett al buen empleo del capital disponible, dirigiéndolo siempre hacia aquellas alternativas de inversión que tienen un mayor retorno sobre el capital invertido (ROIC). Viendo que el declive en el sector textil era terminal, Buffett decidió abandonar por completo la actividad textil y reorientar el capital de Berkshire hacia sectores con mayor productividad del capital. Este giro tiene dos adquisiciones clave. La compra de **National Indemnity**, la entrada en el sector seguros de la corporación, en 1967 por 8,6 millones de dólares. Y la compra del banco (otro de los sectores clave dentro del círculo de competencia de Buffett) **Illinois National Bank** en 1970, y que en su momento paso a representar el 44% de los fondos propios de Berkshire Hathaway. Dos adquisiciones clave y que configuran las bases de lo que hoy conocemos como “modelo Berkshire”.

“You should write your obituary and then try to figure out how to live up to it.”

Warren Buffett,
reunión general de inversores 2023



Omaha es la mayor ciudad del estado de Nebraska con casi medio millón de habitantes. Tiene el mercado de ganado y el centro de empaquetado de carne más grande EE.UU. Posee buenos museos y una atractiva librería.