

5 perlas de sabiduría de Warren Buffett

NOTA DEL EDITOR: El siguiente texto escrito por Javier Ruiz, CFA, es un extracto de una carta trimestral de Horos Asset Management.

* * *

Warren Buffett es el mejor inversor de todos los tiempos. Su capacidad para mantener la calma y aprovechar las oportunidades cuando otros entran en pánico es insuperable. SETH KLARMAN

El pasado 3 de mayo, Warren Buffett [anunció](#) que, tras 60 años liderando el conglomerado Berkshire Hathaway y con su 95.º cumpleaños a la vuelta de la esquina, ha llegado el momento de retirarse y ceder el testigo al que hasta ahora era el vicepresidente responsable de las operaciones no relacionadas con seguros: Greg Abel. El anuncio se produjo en un momento “perfecto”, tanto para Buffett como para los accionistas de Berkshire Hathaway, con la cotización del grupo en máximos históricos y una rentabilidad acumulada en estas seis décadas superior al 5.500.000% (alrededor de un 20% anualizado). Me cuesta imaginar que, con un vehículo de inversión comparable, alguien pueda acercarse alguna vez a lo logrado por Buffett.

Pero su legado va mucho más allá de sus resultados inigualables. Sus enseñanzas han sido un faro fiable en los mejores y peores momentos del mercado. Hacer una recopilación de todas sus perlas de sabiduría daría para escribir un libro (y, de hecho, ya hay varios), así que me limitaré a destacar cinco que nos han acompañado a Alejandro, a Miguel y a mí a lo largo de nuestra trayectoria profesional.

Lo más importante al evaluar negocios es saber lo que sabes y saber lo que no sabes. Esa es una filosofía que me ha funcionado muy bien

Por supuesto, con estas palabras, Buffett alude al concepto de *círculo de competencia*. Este principio se entiende muy bien, como ya destacamos en una de nuestras cartas trimestrales, con la famosa matriz de decisión expuesta por Donald Rumsfeld, secretario de Defensa de Estados Unidos durante la presidencia de George W. Bush, en una rueda de prensa de 2002. En ella distinguía entre certidumbres conocidas (lo que sabemos que sabemos), incertidumbres conocidas (lo que sabemos que no sabemos) e incertidumbres desconocidas (lo que no sabemos que no sabemos).

Como inversores, **debemos mantener una honestidad intelectual radical** y ser plenamente conscientes de nuestras limitaciones, para centrarnos en aquellos negocios o sectores donde realmente podamos realizar un análisis suficientemente robusto que minimice nuestros errores. En definitiva, debemos poner el foco en lo que sabemos que sabemos, saber acotar lo que sabemos que no sabemos y evitar aquellos escenarios que nos expongan a lo que no sabemos que no sabemos.

En nuestros inicios como equipo, tuvimos que enfrentarnos a esta realidad en algunas de

nuestras inversiones, siendo el caso más paradigmático el de la antigua Viacom (compañía de medios propietaria de MTV, Nickelodeon o Paramount). Se trataba de una empresa que comenzaba a sufrir los efectos de un cambio estructural en su sector, con la irrupción de plataformas como Netflix o YouTube. No supimos identificar correctamente esa amenaza competitiva y, a posteriori, quedó claro que ese sector —al menos, en aquel momento— estaba fuera de nuestro círculo de competencia.

Con todo, aprendimos rápido: esa experiencia nos ayudó a evitar inversiones posteriores en compañías como Atresmedia o Mediaset, y a reconocer el verdadero valor de activos como YouTube, mientras fuimos accionistas de Alphabet (conglomerado propietario de Google).

Un buen negocio es como un castillo sólido con un foso profundo a su alrededor. Quiero tiburones en ese foso. Lo quiero intocable

Si en páginas anteriores mencionábamos la importancia de evolucionar como inversores, esta idea buffettiana es un claro ejemplo de ello. Buffett fue el discípulo más aventajado —y sin duda el más exitoso— de cuantos tuvo Benjamin Graham, el fundador de la escuela del [value investing](#). Graham, que vivió en primera persona la Gran Depresión de los años treinta, ideó una metodología de inversión basada, grosso modo, en comprar compañías por debajo de su teórico valor de [liquidación](#). Esta forma de invertir, vulgarmente conocida como “inversión colilla” (equivale a que un fumador se encuentre un cigarro a medio terminar tirado en el suelo: consumir las caladas que quedan puede ser desagradable, pero sale gratis), ponía el foco, por tanto, en el descuento sobre el balance de una empresa, y no tanto en su capacidad futura de generación de caja.

En un primer momento, Buffett adoptó con gran éxito esta metodología de inversión. Sin embargo, con el paso de los años —y bajo la influencia de su inseparable [Charlie Munger](#)— comenzó a virar hacia negocios de mayor calidad, bajo la premisa de que **el tiempo es enemigo de los negocios mediocres y aliado de los grandes negocios**. Pero ¿cómo distinguirlos? Para Buffett, la calidad de un negocio viene determinada, en gran medida, por lo que él denominó el [foso del negocio](#). Al igual que un castillo estaba rodeado por un foso para protegerse de los invasores, las mejores compañías cuentan con barreras de entrada y ventajas competitivas que las resguardan de los ataques de la competencia. Cuanto mayor y más profundo sea este foso, más sostenible será su modelo de negocio y su rentabilidad futura. Esta transición llevó a Berkshire Hathaway a invertir, a lo largo de su historia, en empresas de altísima calidad como American Express, The Washington Post, Coca-Cola o Moody's.

En HOROS, siempre hemos defendido esta idea, aunque también hemos dejado claro que no implica invertir exclusivamente en las compañías percibidas como las de mayor calidad —especialmente cuando no ofrecen un margen de seguridad adecuado—. A nuestro entender, cada sector puede esconder auténticas joyas capaces de generar retornos atractivos para el accionista. El propio Buffett, sin ir más lejos, también ha invertido en la industria del petróleo y gas, por citar un sector de gran ciclicidad. Para identificarlas, llevamos a cabo un análisis profundo de la cadena de valor de las industrias en las que invertimos y tratamos siempre de posicionarnos en aquellas situaciones más favorables en cada momento.

Sólo cuando baja la marea se descubre quién estaba nadando desnudo

Aunque esta famosa frase de Buffett puede interpretarse de muchas maneras en el mundo de la inversión, personalmente siempre la he asociado a los riesgos del endeudamiento excesivo. Durante los años favorables del ciclo de un negocio, resulta muy tentador para un equipo directivo aumentar el apalancamiento para acometer nuevos proyectos y aprovechar el viento de cola. El problema, claro está, surge cuando las vacas gordas se acaban y toca capear el temporal. **En los contextos más negativos para una industria, el nivel de endeudamiento puede marcar la diferencia entre la supervivencia o la quiebra de una compañía.**

Por supuesto, la naturaleza del negocio juega un papel clave a la hora de determinar si una compañía soporta un nivel de apalancamiento adecuado. Hay empresas que pueden convivir con una mayor carga de deuda gracias a la estabilidad de sus ingresos —como ocurre con los negocios defensivos—, mientras que aquellas que operan en sectores con fuerte variabilidad —como los cíclicos— pueden verse, siguiendo a Nassim Taleb, [fragilizadas](#) por niveles elevados de apalancamiento.

Con el tiempo, nos hemos vuelto cada vez más aversos a la deuda en nuestras inversiones. Nos guste o no, los escenarios negativos también terminan por materializarse, y las probabilidades de sufrir pérdidas permanentes de capital aumentan sensiblemente cuando las compañías presentan estructuras financieras débiles. Por todo ello, nuestras participadas suelen operar con caja neta o, en su defecto, con niveles muy reducidos de deuda.

La asignación de capital es el trabajo más importante de un consejero delegado

El equipo directivo desempeña un papel esencial —como hemos visto en los ejemplos de inversión de Horos Value Iberia— a la hora de destapar y generar valor para los accionistas. Posiblemente, Warren Buffett fue el primer gran inversor en reconocer plenamente esta realidad, en parte porque, desde sus inicios profesionales, se involucró activamente en la gestión de las compañías en las que invertía, ya fuera como accionista de control o, más adelante, como propietario a través de [Berkshire Hathaway](#).

Todo equipo directivo debería comprender el abanico de opciones que tiene a su disposición como [gestor del capital](#) de una compañía, así como el impacto que cada una de sus decisiones puede tener en la creación de valor. Saber cuándo reinvertir en el negocio, adquirir otras compañías, modificar el nivel de endeudamiento, recomprar acciones, ampliar capital o repartir dividendos resulta fundamental. Como accionistas, nuestro deber es identificar y respaldar a aquellos directivos que demuestren criterio, disciplina y alineación a la hora de llevar a cabo esta labor esencial.

¿Cómo asegurarnos de ello? Observar el historial de decisiones del equipo directivo es, sin duda, un buen punto de partida. Sin embargo, y aunque más tarde sería popularizado por Nassim Taleb con su concepto de [skin in the game](#) (jugarse el pellejo), ya hace décadas que Buffett nos mostró el camino: invertir en compañías en las que los directivos se juegan su propio dinero junto al del resto de los accionistas. Si bien un sistema de incentivos puede ayudar a alinear intereses, lo verdaderamente poderoso es que los gestores sean también accionistas significativos de las empresas que dirigen. Por eso, una parte sustancial de

nuestras carteras suele estar compuesta por compañías familiares, donde los fundadores siguen siendo también sus principales accionistas.

Primera norma: nunca pierdas dinero. Segunda norma: nunca olvides la primera norma

Por supuesto, todo lo anterior es condición necesaria, pero nunca suficiente para alcanzar rentabilidades satisfactorias y sostenibles. Falta el ingrediente más importante de todos: el [margen de seguridad](#). Solo cuando invertimos con un descuento suficiente sobre la valoración razonable de una compañía estaremos realmente más cerca de cumplir la regla de oro de Buffett: no perder dinero.

Aquí es fundamental diferenciar entre dos conceptos que a menudo se confunden: las pérdidas temporales (sobre el papel) y las pérdidas permanentes de capital. Las primeras son casi inevitables y forman parte de la volatilidad natural de la renta variable. Por eso es clave, como también insiste Buffett, distinguir entre precio y valor. Las segundas, en cambio, son las que pueden arruinarnos como inversores y suelen estar asociadas a comprar negocios con escaso o nulo margen de seguridad. No lo olvidemos: una pérdida del 50% en una inversión exige una ganancia del 100% para recuperar el punto de partida. Y eso, créame, no es tarea sencilla.

El margen de seguridad no solo implica comprar barato o con descuento, sino que también engloba muchos de los aspectos que ya hemos comentado. Cuando invertimos en negocios que comprendemos (círculo de competencia), bien posicionados dentro de su sector (ventajas competitivas y barreras de entrada), estructuras financieras sólidas (endeudamiento nulo o limitado), y liderados por equipos directivos capaces y alineados con el accionista (buena asignación de capital), estamos incrementando sustancialmente el margen de seguridad de nuestra inversión.