

MARY BUFFETT
Y DAVID CLARK

La cartera de
acciones de

WARREN BUFFETT

En qué, cómo, cuándo y dónde
invierte el maestro de maestros



Mary Buffett y David Clark

La cartera de acciones
de Warren Buffett

En qué, cómo, cuándo
y dónde invierte
el maestro de maestros

Traducido por Beatriz Benítez

Título original: *The Warren Buffett Stock Portfolio*

Edición original publicada por Scribner, división de Simon & Schuster, Inc., 2011

© Mary Buffett y David Clark, 2011

© de la traducción: Beatriz Benítez, 2012

© Centro de Libros PAFP, SLU., 2012, 2021

Gestión 2000 es un sello editorial de Centro de Libros PAFP, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-9875-508-4

Depósito legal: B. 7.983-2021

Primera edición: marzo de 2012

Primera edición en esta presentación: junio de 2021

Preimpresión: Realización Planeta

Impreso por Romanyà Valls, S. A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

El papel utilizado para la impresión de este libro está calificado como **papel ecológico** y procede de bosques gestionados de manera **sostenible**.

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Sumario

Introducción	11
1. Historia y evolución de la estrategia de inversión de Warren Buffett	15
2. A Warren le gustan las empresas con historia	27
3. Consistencia en los ingresos	31
4. El bono de capital de Warren Buffett	39
5. Cómo proyectar la rentabilidad futura de una inversión	43
6. Cómo emplear el historial de valor contable por acción para identificar una empresa con un monopolio del consumidor	49
CASOS DE INVERSIÓN Y EVALUACIONES	
7. American Express Company	57
8. Bank of New York Mellon (BNY Mellon)	69
9. Coca-Cola Company	77
10. ConocoPhillips	87
11. Costco Wholesale Corporation	95
12. GlaxoSmithKline	103
13. Johnson & Johnson	115
14. Kraft Foods, Inc.	123
15. Moody's Corporation	131

16. Procter & Gamble Company	137
17. Sanofi, SA	145
18. Torchmark Corporation	151
19. Union Pacific Corporation	157
20. US Bancorp	169
21. Wal-Mart Stores, Inc.	175
22. Washington Post Company	183
23. Wells Fargo & Company	191
24. Munger, Combs y Weschler	201
Epílogo	207

I

Historia y evolución de la estrategia de inversión de Warren Buffett

Entender la genialidad inversora de Warren Buffett no es tan complicado. No obstante, a veces va contracorriente si se compara con las teorías y estrategias de inversión que sigue el 99% de los inversores. ¿Por qué los métodos de Buffett se consideran contraproducentes? Bien, cuando los demás están dándose prisa por vender sus acciones, Warren está comprando de forma selectiva. La palabra clave en este caso es «selectiva». Cuando Warren compra al por mayor está llevándose la flor y nata, las empresas que tienen una «ventaja competitiva sostenible».

Y mientras todo el mundo está contando sus riquezas después de haber invertido en el mercado alcista, nos encontramos a Warren vendiendo en el mercado al alza y ganando mucha liquidez. En los dos o tres años en los que se llega al tope del mercado alcista, es probable que nos encontremos a un Warren sentado, sin hacer nada, y perdiéndose, aparentemente, todo el dinero fácil que ofrece el incesante aumento de las cotizaciones.

De hecho, al final de los dos últimos mercados alcistas, los inversores expertos del momento señalaron a Warren y proclamaron que había perdido su don y que estaba acabado. Sin embargo, cuando estos mercados se desplomaron y las masas acudían al rescate de las acciones, ¿a quién nos encontramos en el fondo del barril de inversiones, escogiendo en-

tre algunas de las mejores empresas del mundo a precios de risa? A Warren Buffett.

La estrategia inicial de Buffett era obtener efectivo del mercado cuando éste empezaba a alcanzar una euforia consumista, como a finales de la década de 1960. En los últimos años, él simplemente dejó de comprar cuando los precios subieron demasiado y permitió que el dinero se acumulara en Berkshire Hathaway, a la espera de ganar ventaja en el inevitable desplome de los precios de las acciones. Su conocimiento superior de las fuerzas microeconómicas que dirigen las empresas individuales le permite rescatar a los futuros ganadores de la pila de escombros. Él invierte en empresas que tienen un mayor rendimiento económico a largo plazo. Estas empresas excepcionales se convierten en inversiones a largo plazo, que pueden durar de veinte a cuarenta años.

Cuando el mercado de valores se viene abajo, Warren invierte en empresas que tienen un buen rendimiento económico, que finalmente vende a medida que el mercado y los precios de sus acciones se empiezan a recuperar. Esto le proporciona efectivo para futuras inversiones. Además, invierte en eventos puntuales que podrían, a corto plazo, reducir el precio de las acciones de una empresa por debajo del valor que le da su rendimiento económico. Y él es un gran jugador en el campo del arbitraje, lo que también le genera grandes cantidades de dinero.

La clave del éxito de Buffett empieza por tener efectivo cuando los demás no lo tienen. Entonces espera hasta que el mercado de valores se empiece a hundir y ofrezca excelentes empresas a precios de saldo y entonces él se presenta para comprar. A continuación, se aferra a las empresas grandes mientras sube el mercado, vende las empresas medianas y deja que el dinero empiece a apilarse. Por último, cuando el

mercado está llegando a su techo, Buffett recoge el dinero del exceso de dividendos y de la venta de las acciones; conservará únicamente las empresas con ventaja competitiva sostenible que, con el tiempo, lo harán inmensamente rico. (Warren permite que se acumulen los ingresos de todos los negocios de Berkshire. Los inversores particulares dejan que el exceso de ingresos se acumule en su cuenta de mercado monetario.)

Warren ha repetido este ciclo una y otra vez, hasta el punto de tener una cartera enorme con algunas de las mejores empresas que hayan existido nunca y, en el proceso, se ha convertido en la segunda persona más rica del mundo.

Lo que este libro hará por ti como inversor es mostrarte las empresas que Warren ha identificado como poseedoras de una ventaja económica a largo plazo y que hoy en día conserva como inversiones. También te enseñará cómo valorar las empresas, lo cual te ayudará a determinar si el precio que pagarás hoy –o en algún momento del futuro– te proporcionará una rentabilidad atractiva.

La evolución de Warren desde un comprador de gangas a corto plazo a un inversor en ventaja competitiva sostenible a largo plazo

El principio de la carrera de Buffett estuvo influenciado por Benjamin Graham, el decano de Wall Street, quien desarrolló lo que hoy se conoce como «inversión en valor». En sus comienzos, Graham era un analista de bonos que buscaba bonos que estuviesen infravalorados. Entonces Graham empezó a aplicar sus teorías a las acciones ordinarias: detectaba «negocios» que él consideraba que el mercado de acciones estaba infravalorando, los compraba y los conservaba durante tres años con la esperanza de que el mercado los revalorizara.

Sin embargo, en las crisis de 1929 y 1932, Graham estaba prácticamente arruinado. Siguió en el juego, tratando por todos los medios de recuperar el dinero que había perdido para sus inversores; y al final de la Gran Depresión, se encontró en un campo muy fértil de empresas cuyos precios de las acciones se habían reducido, pero que volvían a recuperarse.

El impacto que tuvo la Gran Depresión sobre los precios de las acciones ya hace tiempo que se olvidó, pero lo que sucedió entre 1929 y 1932 fue que el índice industrial Dow Jones perdió aproximadamente un 88% de su valor, que cayó de 380 a 43 puntos. Si eso ocurriera en días como hoy, experimentaríamos un descenso del Dow Jones desde 12.000 hasta 1.500 puntos. El impacto de la Gran Depresión sobre el precio de las acciones fue tan fuerte que hasta que no transcurrieran veinticuatro años (en 1956), el Dow Jones no volvería a la cifra de 380 puntos del año 1929.

La caída de los precios de las acciones que tuvo lugar de 1929 a 1932 presagió la destrucción de la economía mundial, algo que nunca antes se había experimentado. Incluso las empresas buenas y sólidas sufrieron caídas en la demanda de sus productos. Y como consecuencia de esa falta de demanda, se vieron forzadas a despedir a sus trabajadores y a recortar la producción, lo que hundió todavía más la economía. Cuando la economía empezó a mejorar, las empresas más fuertes –los fabricantes de productos de marca–, las que tenían algún tipo de «ventaja competitiva sostenible», vieron cómo los precios de sus acciones mejoraban con mayor rapidez que las empresas de segundo y tercer nivel. De hecho, muchas de estas últimas –empresa con una capitalización más baja que no tenía ventaja competitiva sostenible– no verían resurgir los precios de sus acciones hasta los mercados alcistas de las décadas de 1950 y 1960.

Fue en las empresas de segundo y tercer nivel, aquellas de las que la mayoría de los inversores nunca había oído hablar, donde Graham era realmente capaz de aplicar sus conocimientos. Esto ocurrió en las décadas de 1930, 1940 y 1950, pues eran compañías cuyos precios de acciones languidecían tras la Gran Depresión. También fue con ellas con las que Warren tuvo su oportunidad de empezar a invertir en las gangas «grahamianas».

Entonces, después del derrumbe bursátil de 1929-1932, las empresas más grandes y fuertes, las de primer nivel —que tenían ventajas competitivas sostenibles— resurgieron económicamente, como lo hicieron los precios de las acciones. Sin embargo, el público inversor en su conjunto, que perdió bastante patrimonio durante el período de 1929 a 1932, rehuía el mercado de valores y se volvió desconfiado con respecto a las empresas de segundo y tercer nivel. Con el tiempo, estas empresas empezaron a obtener mejores resultados, y algunas de ellas los tuvieron realmente buenos, pero las cotizaciones de sus valores seguían teniendo un ritmo muy lento. No resultaba extraño que Graham comprara esas empresas por un precio inferior a su valor contable. Las empresas mejoraban con el tiempo, pero todos, excepto Graham, las ignoraban. Warren vio la oportunidad que le ofrecía el tipo de inversión en «valor» de Graham, de «comprar un dólar por cincuenta centavos», y así lo hizo.

Warren practicó en este lucrativo campo de juego durante gran parte de las décadas de 1950 y 1960, devorando lo que entonces se conocía con el nombre de *pink sheets* [las hojas rosadas], una publicación diaria con la relación de las cotizaciones de las acciones de las empresas de segundo y tercer nivel que estaban a la venta. Aquí era donde Graham y Warren buscaban las «gangas». Mientras el mercado de valores em-

pezaba a atraer nuevamente a los inversores que habían huido en masa durante el gran derrumbe bursátil, incluso los precios de las acciones de las infravaloradas empresas de segundo y tercer nivel comenzaron a incrementarse. Este retorno del «inversor minorista» durante la década de 1960 llevó los precios de las acciones a nuevos máximos, lo que hizo ricos a Warren y a sus inversores.

La crisis de 1973-1974

A finales de la década de 1960, mientras el mercado de valores apuntaba más y más alto, Warren encontraba cada vez menos acciones que comprar. El pozo de empresas de segundo y tercer nivel a precios de saldo estaba empezando a secarse. Para Warren, esto se tradujo en menos oportunidades de hacer negocio con el mercado de valores. Los días en que se podían comprar dólares a cincuenta centavos se habían acabado.

Había algo más que incomodaba a Warren, y no era únicamente que resultara más difícil encontrar empresas infravaloradas en las que invertir, sino también el hecho de que el mercado bursátil estuviera alcanzando unas alturas de vértigo. Las acciones de bienes de consumo como Avon estaban cotizando entre 50 y 70 veces el valor de sus beneficios. Warren, que era un estudiante de historia financiera, sabía que aquello no podría durar siempre, que en algún momento reventaría la burbuja y los precios de las acciones se desplomarían. También sabía que salirse de un mercado al alza era algo en lo que había fallado Graham a finales de la década de 1920. Graham había quedado atrapado en las redes del dinero fácil del mercado alcista de la década de 1920 y había llegado al punto más alto, hasta el borde del precipicio, lo que le hizo perder grandes cantidades de dinero tanto a él como a sus

clientes. Graham era un genio para encontrar gangas, pero no sabía lo suficiente como para retirarse a tiempo de la mesa de juego cuando las cosas se pusieron al rojo vivo.

En 1969, Warren hizo lo que Graham debió haber hecho en 1929: recogió sus fichas y abandonó el juego. Warren echó el cierre a su sociedad de inversión, entregó a sus inversores las ganancias significativas que les correspondían, liquidó su cartera de inversión, la convirtió en dinero líquido y, durante tres largos años, no hizo nada. Como él ha dicho, estuvo «mano sobre mano» mientras el resto de la comunidad inversora generaba toneladas de dinero. Como Buffett ha dicho alguna vez, fueron los años más largos de su vida, pero no se movió, se quedó con el dinero.

Después, en 1973, la especulación alcanzó la cima de la locura, los precios del petróleo se dispararon, los tipos de interés pasaron del 5 al 10% y todo empezó a desplomarse rápidamente. Durante el año y medio siguiente, el índice de referencia Dow Jones perdió más de un 45% de su valor.

Warren había abandonado el mercado en 1969. Sin embargo, es interesante resaltar que Charlie Munger, su amigo y socio, que estaba dirigiendo su propio fondo de cobertura o alto riesgo en aquella época, permaneció en el mercado y cometió el mismo error que Graham en 1929. La quiebra del período 1973-1974 les valió a los socios de Munger la pérdida del 53% de sus inversiones. Si tenían un millón de dólares invertido con Munger a principios de 1973, a finales de 1974 dicha cantidad se vería menguada hasta 466.485 dólares. Para Munger, la experiencia fue tan terrible que, después de que el mercado empezara a reactivarse en 1976, recuperó parte del dinero perdido, lo devolvió a sus socios y cerró el fondo.

Cuando el mercado se desplomó en 1973 y algunas de las

mejores empresas estadounidenses se estaban malvendiendo, Warren estaba literalmente «armado hasta los dientes». Como él se ha referido a esa etapa, «me sentía como un hombre ansioso de sexo en un harén». A finales de 1974 volvió a los mercados, pero esta vez no compraría las gangas que Graham solía adquirir, sino que salió en busca de buen material: las empresas que tenían una ventaja competitiva sostenible y a largo plazo, las que años después lo harían inmensamente rico.

A finales de la década de 1960, Warren empezó a darse cuenta de que muchas de las gangas que había estado comprando por cincuenta centavos, como él había afirmado, no eran más que colillas con poco más de un par de caladas, lo que las convertía en inmundas inversiones a largo plazo. Lo que descubrió fue que el mundo de los negocios estaba formado por dos entidades empresariales muy diferentes. Había empresas con rendimientos económicos mediocres —la mayoría, que además generaban inversiones pobres y a largo plazo—, y había un número bastante inferior de empresas que tenían un buen rendimiento económico que Warren denomina «ventaja competitiva sostenible a largo plazo». Es precisamente esta ventaja lo que les permite obtener resultados superiores como empresas y para los que invierten en ella durante un largo período.

En 1973, Warren estaba ocupado comprando. Pero no invertía en las empresas a precio de ganga como había hecho en el pasado, sino en aquellas con ventaja competitiva sostenible que, si se conservaban durante un tiempo, harían de él uno de los hombres más ricos del mundo.

Cuando sobrevino la quiebra de 1973, Warren estaba comprando acciones de una de las mejores empresas estadounidenses a precio de saldo. En 1973 adquirió 1.727.765 acciones de The Washington Post Company a un precio de 6,36 dólares por acción, a

un coste total de 11 millones de dólares. Hoy en día, dicha inversión tiene un valor aproximado de 616 millones de dólares, lo que supone un incremento del valor del 5.500% y equivale a una tasa de rentabilidad anual compuesta del 11,17% durante treinta y ocho años, lo que dibujaría una enorme sonrisa en la cara de cualquier inversor.

En este punto hay una lección importante que aprender

Warren dejó el mercado en 1969, cuando sintió que sus precios estaban muy por encima de lo normal, y conservó sus inversiones en dinero en efectivo. Los inversores profesionales se reían de él mientras el mercado crecía cada vez más. Sin embargo, cuando éste se desplomó en 1973 y 1974, Warren tenía efectivo más que suficiente para beneficiarse de los precios ínfimos de algunas empresas realmente buenas.

2007. *Déjà-vu*, vuelta a empezar

Ahora demos un salto hasta el año 2007. Warren pensaba que el mercado estaba demasiado alto y dejó que el dinero se acumulase en las cuentas de Berkshire Hathaway hasta llegar a la cifra de 37.000 millones de dólares, lo que la convertirá en una de las empresas con más dinero en efectivo del mundo. Una vez más, los inversores profesionales de Wall Street pusieron en duda su sabiduría por estar tan cargado de efectivo. Pero cuando sobrevino la quiebra en 2008 y los principales bancos de inversión e instituciones financieras se desplomaban como castillos de naipes, ¿a quién miraron? Al hombre que tenía todo el efectivo: Warren Buffett. Cogió todo el efectivo de Berkshire y, una vez más, compró las mejores posiciones en algunas de las mejores empresas estadounidenses. Fueron las ofertas de su vida. El gigante industrial

General Electric le vendió a Berkshire 3.000 millones de dólares en acciones preferentes, pagando un dividendo anual del 10% y añadiendo garantías para que Berkshire comprara 3.000 millones más de acciones ordinarias de GE a 22,50 dólares por acción durante cinco años (lo que significa que Berkshire tiene la opción de adquirir 3.000 millones de dólares en acciones ordinarias de GE a un precio de 22,50 dólares por acción hasta el año 2013). Buffett llegó a un acuerdo similar con Goldman Sachs, el banco de inversión más poderoso del mundo; compró 5.000 millones de dólares en acciones preferentes que aportan un dividendo anual del 10%, y obtuvo una opción para comprar otros 5.000 millones más de las acciones ordinarias de Goldman Sachs a un precio de 115 dólares por acción. Mientras estas operaciones preferentes no estaban abiertas a los demás, Warren llegó a un acuerdo con Swiss Re, la segunda entidad reaseguradora más importante del mundo, para la adquisición de acciones preferentes convertibles por valor de 2.500 millones de dólares que generaron un tipo de interés anual del 12%. Mientras estas operaciones preferentes no estaban abiertas a los demás, Warren también estaba ocupado adquiriendo acciones en Burlington Northern (hoy BNSF Railway Co.) y en Wells Fargo. Muchos artículos que tratan la compra de acciones de Buffett dicen que compra acciones preferentes en condiciones muy generosas, entre las que se incluyen las garantías de larga duración para comprar acciones ordinarias a un precio tentador. De hecho, esto sólo es cierto para una pequeña parte de las inversiones que ha llevado a cabo históricamente.

¿Y dónde estaban todos los apasionados de la inversión en valor que veneraban en el templo a Benjamin Graham durante la crisis financiera de 2007? Perdiendo su dinero como todos los demás, al igual que le sucedió a Benjamin Graham en 1929 y en 1932.

Nos adentraremos en la verdadera dinámica de compra y venta más adelante, pero recuerda, si Warren no hubiera abandonado el mercado en 1969, habría perdido gran parte de su dinero y de sus inversores.

Algo en lo que también queremos centrarnos es en el hecho de que, en los desplomes de los mercados, Warren no compra gangas de tipo Graham con las que empezó su carrera; en vez de eso, se centra en las empresas excepcionales, aquellas que tienen una ventaja competitiva sostenible.

Ahora, este punto es importante

La filosofía de inversión de Warren es fácil de entender. Construye una reserva de efectivo y utilízala cuando los precios sean favorables para ti. Warren hace esto analizando la empresa. Él no observa el mercado, sino el precio de las acciones de una empresa, y mantiene la vista puesta en muchas compañías distintas. Obtiene sus mejores precios durante un verdadero mercado a la baja, como ocurrió con The Washington Post Company; una crisis del sector, como en el caso Wells Fargo; o un acontecimiento puntual que rebaja las acciones de las empresas, como sucedió con American Express.

Lo que quiere son empresas con algún tipo de ventaja competitiva sostenible. Quiere tenerlas tanto tiempo como sea posible para comprarlas al precio más barato posible. Lo que, por lo general, se traduce a que sea durante un mercado a la baja. Cuando Warren consiga una de estas superempresas, conservará su posición en ella, siempre y cuando el rendimiento económico subyacente de la empresa no cambie.

Así pues, el modelo es sencillo: acumular el efectivo, identificar las empresas con una ventaja competitiva sostenible, comprarlas en un mercado a la baja y conservarlas a largo plazo. Parece fácil, ¿verdad? El problema es que la mayoría de los

inversores están condicionados a comprar en un mercado al alza. Esto significa que nunca tienen una cantidad importante de dinero en efectivo a mano, lo que quiere decir que, cuando se da un mercado a la baja, pierden dinero, se enfadan y no tienen la liquidez necesaria para aprovecharse de los buenos precios.

Como hemos dicho, la estrategia de Warren es contraria a lo que hace el resto del mercado: cuando los demás vendan, él estará comprando. Cuando los demás celebren las riquezas del mercado alcista, él estará guardando dinero y no gastándose para tener un abundante potencial financiero cuando se estrellen el siguiente mercado a la baja.

En un mercado a la baja, Warren utiliza sus grandes conocimientos empresariales para invertir en las empresas que tienen un rendimiento económico a largo plazo.

Si seguimos la estrategia de inversión de Warren, nos encontraremos a nosotros mismos abalanzándonos sobre el mercado cuando otros estén escapando de él. Nos encontraremos pasándonos al efectivo cuando los demás se pasen a las acciones. Veremos que somos más sensibles a los precios que a los mercados. Y todo esto es posible porque sabemos **qué** comprar y **cuándo** hacerlo.

Este libro trata sobre **qué** comprar, y hemos hecho un poco de trampa: vamos a centrarnos únicamente en las empresas que Warren ha identificado como poseedoras de una ventaja competitiva sostenible, las que figuran en su cartera de valores. Vamos a comentar las características de estas empresas y, a continuación, le mostraremos cómo valorar esas empresas teniendo en cuenta su precio actual en el mercado. Utilizando esta información, serás capaz de distinguir si la empresa en cuestión es o no una inversión atractiva. Empezaremos con el dato poco conocido de que a Warren le gustan las empresas con historia, con solera.