

El Modelo de Negocio de Berkshire Hathaway

NOTA DEL EDITOR: La siguiente idea de inversión es obtenida de una carta trimestral de los fondos de Bestinver.

* * *

La compañía tiene un buen número de las características que buscamos en un negocio que queremos que nos proteja de la inflación: barreras de entrada, durabilidad de los activos, cultura corporativa, prudencia financiera, etc. Vamos a analizar cómo de preparados estarían sus negocios para un entorno inflacionista. Berkshire Hathaway posee negocios con características que le permitirían protegerse de un entorno inflacionista, como durabilidad de activos, retorno regulado y generación de caja.

El negocio ferroviario, obviamente, es intensivo en capital pero su mix de “duración” es maravilloso: ciclo eterno de producto y ciclo corto de cliente. Su intensidad de capital, además, es matizable. Los ferrocarriles que mueven las mercancías de un punto a otro necesitan mantenimiento, esto es obvio, pero piensen en la otra parte del activo, la importante, la línea que une esos dos puntos. Es perpetua. Además, Berkshire ha estado sobre-invirtiéndose en el negocio todos estos años (de inflaciones bajas), aprovechándose de un régimen fiscal favorable que le permite amortizar aceleradamente esas inversiones. Opera con un nivel de deuda ridículo que, llegado el caso, podría optimizar para mejorar sus retornos.

El negocio de energía es una colección de activos de generación y distribución de electricidad y gas que ofrece ingresos predecibles y crecientes (renovables). Al igual que el ferroviario, es intensivo en capital, pero una parte importante ofrece un retorno regulado capaz de repercutir los incrementos en el nivel de precios/tipos de interés. Piensen de nuevo en el ciclo de producto (eterno) y cliente (recurrente) y en la práctica ausencia de deuda en su balance. Una característica que representa una ventaja competitiva indudable si el capital se vuelve más escaso.

La división llamada MSR engloba multitud de negocios (Clayton Homes, Fruit of the Loom, Precision Castparts, Marmon, Shaw Industries, McLane, etc.) con características diferentes, pero con algunos denominadores comunes: líderes en sus respectivos sectores, muy generadores de caja, con altas rentabilidades sobre el capital que emplean y, de nuevo, prudentemente gestionados.

Y, por último, el negocio asegurador. Las aseguradoras se ven afectadas por la inflación de varias formas, aunque el impacto más importante es el potencial incremento en los costes de las reclamaciones futuras sobre sus pólizas actuales (que se han vendido sin tener en cuenta inflaciones altas). Con Berkshire, estamos muy tranquilos. Lleva asegurando riesgo de manera rentable toda la vida, no creemos que vaya a ser diferente esta vez. Por supuesto, su portfolio de inversiones no sería inmune a unos tipos de interés más altos. Sospechamos que Buffett no pierde el sueño ante esta posibilidad. Nosotros tampoco.

En cuanto a su valoración, hay que reconocer que los retornos sobre el capital de Berkshire son nobles y predecibles, pero no fabulosos (8-10%). De ahí sus bajos múltiplos de cotización. El mayor problema de Berkshire en este sentido, y no es uno malo en nuestra opinión, es su enorme exceso de capital (\$150.000mn). Un exceso que proporciona una maravillosa opcionalidad ante un hipotético retorno de la inflación.

Pero por encima de este aspecto más cuantitativo de los negocios de Berkshire, está el componente cualitativo. En el editorial hacíamos mención al hándicap, indudable, que todos tenemos frente a

gestores que han lidiado con verdaderos entornos inflacionistas en su carrera profesional. Piensen en Warren Buffet. Un tipo que hace 40-50 años, cuando muchos de nosotros éramos bebés, estaba componiendo el capital de sus accionistas al 20% para casi empatar con la inflación rampante que asolaba a EE.UU. por aquellas fechas.

Unos años en los que fue accionistas de empresas intensivas en capital, como productores de aluminio o de acero, sabiendo que no tenía que preocuparse por las ventas, ya que éstas eran capaces de reflejar los aumentos en el nivel de precios de la economía. Unas empresas que iba vendiendo a medida que tenían que ir reemplazando su base de activos (reinversión inflacionaria), para comprar compañías poco intensivas en capital: medios de comunicación, empresas de publicidad, compañías de consumo con marcas reconocidas, etc. Empresas sin muchos activos, muy generadoras de caja y con abultados retornos sobre el capital...y baratas. Y es que Buffett las compraba una vez que sus valoraciones se habían contraído por el inapelable efecto de la inflación en los múltiplos de valoración.

No solo eso. Resulta admirable observar cómo era capaz de endeudarse en ese entorno, gracias al balance prudente que había mantenido los años anteriores, sabiendo que la oportunidad que existía en los mercados para componer esos fondos (cuando todo el mundo había salido despavorido de ellos), era muy superior a los altísimos tipos de interés que estaba pagando para captarlos.

Un manual de navegación a corto y de inversión a largo del mejor inversor de la historia. Un inversor que solo podemos admirar, del que debemos aprender y que, ahora también, nos puede proteger.