



# Los fosos intangibles de Buffett

Julio de 2025

Kai Wu

Fundador y director de inversiones

[kai@sparklinecapital.com](mailto:kai@sparklinecapital.com)

## Resumen ejecutivo

Warren Buffett es a menudo caracterizado erróneamente como un inversor de valor de la vieja escuela al estilo de Ben Graham. En realidad, hace tiempo que superó el enfoque de Graham en el valor contable tangible, priorizando en su lugar empresas con pocos activos y amplias ventajas intangibles (por ejemplo, Coca-Cola y Apple). El éxito a largo plazo de Buffett se debe en gran medida a su exposición sistemática a dos factores clave: Valor Intangible y Calidad. Si bien nunca habrá otro Buffett, su filosofía puede resumirse en una estrategia simple y basada en reglas, que puede implementarse utilizando componentes de factores exclusivamente a largo plazo y aplicarse a un conjunto de oportunidades más amplio del que Berkshire puede acceder hoy en día.

## Introducción

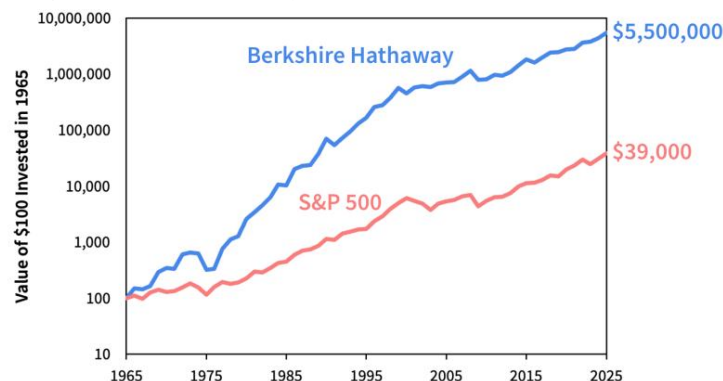
### Warren Buffett se jubila

Hace dos meses, Warren Buffett subió al escenario en la reunión anual de Berkshire Hathaway, como lo ha hecho cada año durante los últimos 60 años como su CEO. Sin embargo, al final de su sesión de 4,5 horas, Buffett hizo algo que nunca antes había hecho: anunció su jubilación.

La despedida de Buffett fue recibida con una ovación de pie por parte de los más de 20.000 entusiastas accionistas presentes. Desde 1965, 100 dólares invertidos en acciones de Berkshire habrían ascendido a 5,5 millones de dólares, en comparación con los tan solo 39.000 dólares que se habrían invertido en el S&P 500. ¡Increíblemente, las acciones de Berkshire podrían caer un 99% y aun así estar por delante del S&P 500!

#### Anexo 1

##### El regreso de Berkshire Hathaway



Fuente: Berkshire Hathaway, S&P, Sparkline. Del 01/01/1965 al 31/12/2024.

Por supuesto, Buffett es querido no solo por enriquecer a sus inversores, sino también por la sabiduría indispensable que ha compartido a lo largo de décadas de cartas y entrevistas con inversores.

En este artículo, analizamos sus posiciones históricas, su desempeño y sus escritos para comprender mejor las claves de su éxito.

Si bien Buffett puede estar retirándose, deja atrás muchas lecciones valiosas e implementables para futuros inversores.

## La evolución intangible de Buffett

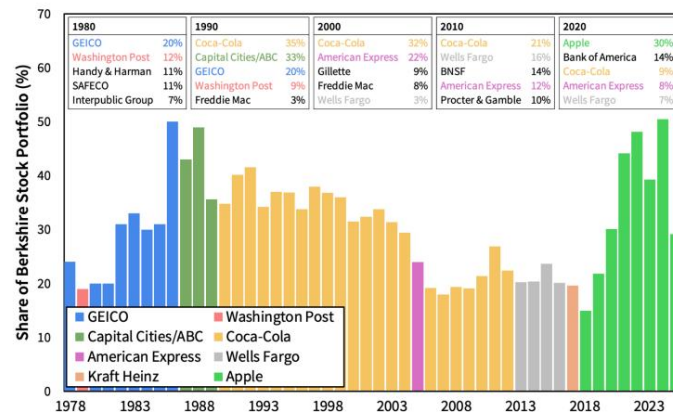
### En los archivos

Comencemos examinando las selecciones históricas de acciones de Buffett. Nos centramos en la cartera de acciones públicas de Berkshire, que ofrece una mejor perspectiva de la filosofía de inversión de Buffett que sus participaciones no negociables en capital privado.

La siguiente exhibición muestra las principales posiciones en acciones de Buffett cada año desde 1978. También incluye instantáneas de sus cinco principales tenencias al comienzo de cada década.

#### Anexo 2

##### Las principales acciones de Buffett (1978-2024)



Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, Sparkline. Del 31/12/1977 al 31/12/2024.

Inicialmente, la cartera de Buffett consistía principalmente en acciones de seguros, periódicos, materiales, comercio minorista y publicidad. Además del **Washington Post** y **GEICO**, que posteriormente adquirió en su totalidad en 1996, Buffett poseía participaciones menores en empresas como Safeco, Handy & Harman, FW Woolworth, General Foods, Time, Kaiser Aluminum & Chemical e Interpublic.

A partir de mediados de la década de 1980, Buffett incorporó acciones de productos de consumo, en particular de **Coca-Cola**, pero también de Gillette, Guinness, Procter & Gamble y Anheuser-Busch. También expandió

en holdings de medios más modernos con [Capital Cities/ABC](#) y comenzó a comprar BNSF, el ferrocarril que luego privatizó en 2010. Finalmente, comenzó a desarrollar posiciones centrales en tres empresas financieras: [American Express](#), [Wells Fargo](#) y [Moody's](#).

A principios de la década de 2010, Buffett incursionó por primera vez en acciones tecnológicas. Si bien inicialmente compró IBM, posteriormente la vendió por [Apple](#), que con el tiempo llegaría a representar el 50% de su cartera. También mantuvo importantes inversiones en marcas de consumo y en el sector financiero, destacando la incorporación de [Kra Heinz](#) y [Bank of America](#).

## Tres eras de Buffett

El historial de la cartera de Buffett ofrece una visión de la evolución de su proceso de inversión. En términos generales, su carrera se ha desarrollado en tres fases principales, correspondientes a las eras industrial, del consumo y de la información.

Anexo 3

El viaje del héroe



**Industrial Age**

**GEICO**

**Tangible Book Value**



**Consumer Age**

**Coca-Cola**

**Brand Equity & Human Capital**



**Information Age**



**Intellectual Property & Network Effects**

Fuente: Sparkline. Reproducido de [Valor Intangible](#). (Junio 2021).

Entre las décadas de 1950 y 1970, Buffett siguió las recomendaciones de su mentor, Ben Graham, comprando acciones que cotizaban por debajo de su valor neto de liquidación. En aquel entonces, la economía era principalmente industrial, por lo que el valor contable tangible servía como un buen indicador del valor intrínseco. Berkshire adquirió primero [GEICO](#), su mayor posición durante esta época, muy por debajo del valor contable tangible.

En la siguiente etapa de su carrera, Buffett adoptó una definición de valor más amplia, que también incorporaba los activos intangibles. Este cambio coincidió con la era del consumo, cuando marcas icónicas como [Coca-Cola](#) obtenían rentabilidades muy superiores a las esperadas basándose únicamente en activos tangibles. Buffett atribuyó este exceso de rentabilidad a los activos intangibles, a los que denominó «fondo de comercio económico».

En su [carta de 1983](#), Buffett enfatizó la creciente importancia de los activos intangibles en su proceso de inversión:

Mi forma de pensar ha cambiado drásticamente desde hace 35 años, cuando me enseñaron a priorizar los activos tangibles y a rechazar las empresas cuyo valor dependía en gran medida de la plusvalía económica. En última instancia, la experiencia empresarial, directa e indirecta, generó mi actual y firme preferencia por las empresas que poseen una gran plusvalía duradera y que utilizan un mínimo de activos tangibles.

Finalmente, a medida que la economía avanzaba hacia la era de la información, la relevancia de los activos tangibles disminuyó aún más. En la junta de accionistas de Berkshire de 2018, Buffett observó:

Las cuatro empresas más grandes hoy en día por valor de mercado no necesitan activos tangibles netos. No son como AT&T, GM o ExxonMobil, que requieren mucho capital para generar ganancias. Nos hemos convertido en una economía con pocos activos.

Por supuesto, una de las grandes empresas con pocos activos a las que Buffett se refería era [Apple](#), en la que había acumulado una gran participación en los últimos años. Buffett calificó a Apple, cuyas ventajas intangibles también incluyen la propiedad intelectual y los efectos de red, como la «mejor empresa del mundo».

## El auge del valor intangible

A lo largo de su notable carrera de 70 años, Buffett hizo evolucionar el marco de inversión originalmente diseñado por Ben Graham, añadiendo ventajas intangibles, como el valor de marca, el capital humano, la propiedad intelectual y los efectos de red.

Anexo 4

Los fosos intangibles de Buffett



**Brand Equity**

Strong brand recognition and customer loyalty



**Human Capital**

Highly skilled, aligned, and motivated workforce



**Intellectual Property**

Proprietary knowledge, patents, technology, and data



**Network Effects**

Engaged ecosystem of external producers and consumers

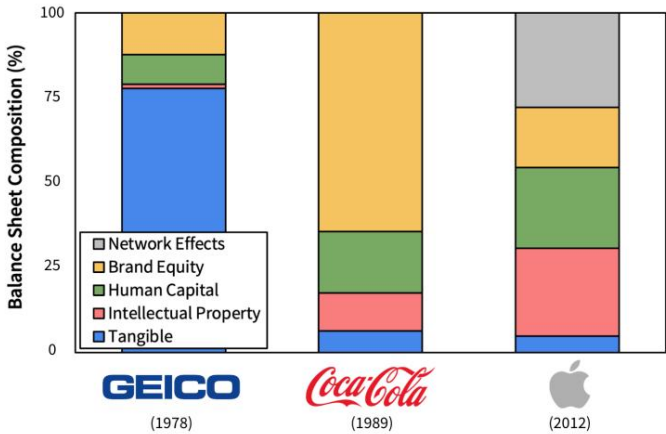
Fuente: Sparkline. Reproducido de [Valor Intangible](#). (Junio 2021).

En [valor intangible](#) (Junio de 2021), desarrollamos una métrica cuantitativa para el valor intangible a nivel de empresa. En la siguiente gráfica,

aplicar este marco para descomponer los balances de los “Tres Grandes” de Buffett: GEICO, Coca-Cola y Apple.

Anexo 5

Tres eras de Buffett



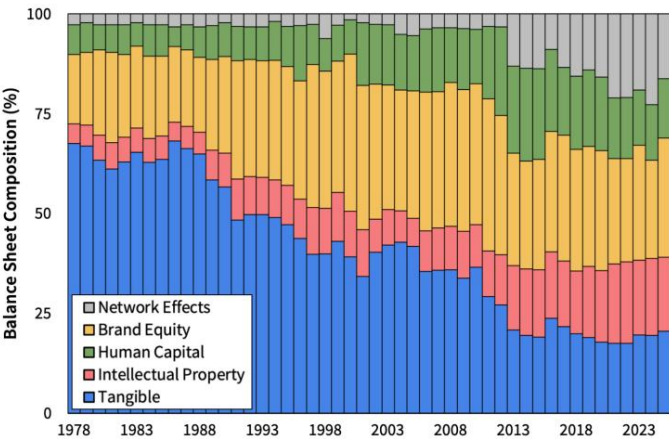
Fuente: Sparkline.

Como se ha señalado, estas acciones simbolizan las tres etapas de la carrera de Buffett. GEICO, como compañía de seguros, depende en gran medida de los activos tangibles. Coca-Cola se basa principalmente en el valor de marca, a la vez que se apoya en el capital humano (es decir, la gestión). Apple, que representa la culminación de la carrera de Buffett, incorpora los cuatro fosos intangibles, siendo los más importantes la propiedad intelectual y los efectos de red.

En la siguiente exhibición, ampliamos este análisis para mostrar la descomposición de la cartera completa de acciones de Buffett a lo largo del tiempo.

Anexo 6

El balance de Buffett



Fuente: Berkshire, SEC, Sparkline. Del 31/12/1977 al 31/12/2024.

En 1978, el capital tangible aún constituía la base del valor de las empresas de la cartera de Buffett. Sin embargo, con el tiempo...

Su importancia disminuyó a medida que los activos intangibles cobraron protagonismo. El valor de marca fue el primer pilar intangible en cobrar relevancia, seguido del capital humano. Solo más recientemente, con la inversión de Buffett en Apple, la propiedad intelectual y los efectos de red han cobrado protagonismo.

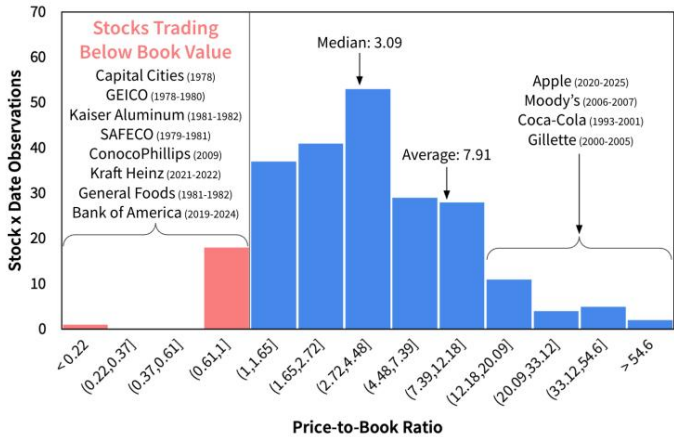
## No es el inversor de valor de tu abuelo

Dada su asociación con Ben Graham, Buffett es visto a menudo como un inversor de valor de la vieja escuela, que utiliza métricas tradicionales como el valor precio-valor contable (P/B) para identificar acciones que cotizan por debajo del valor de liquidación neto.

Sin embargo, para cuando asumió el control de Berkshire, Buffett ya había empezado a ir más allá de una interpretación estricta del enfoque de su mentor. De hecho, a lo largo de su trayectoria en Berkshire, Buffett casi nunca compró acciones con descuento sobre su valor contable. El siguiente gráfico muestra la distribución de los ratios precio-valor contable de sus cinco principales inversiones al inicio de cada año desde 1978.

Anexo 7

Buffett rara vez compró acciones por debajo de su valor contable



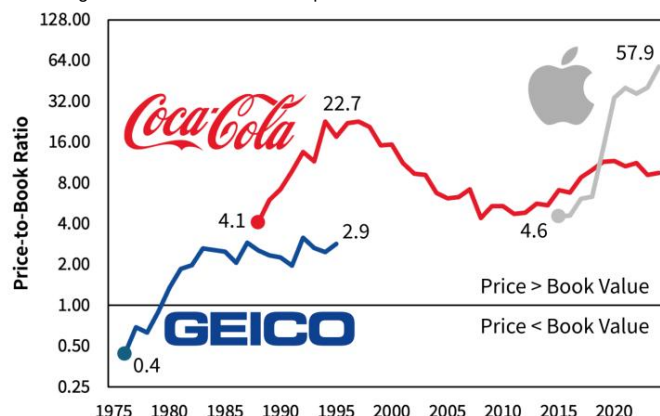
Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, Biblioteca Pública de Nueva York, Moody's, S&P, Sparkline.  
Histograma de la relación precio-valor contable de las 5 principales acciones de Buffett al cierre de cada año. Del 31/12/1977 al 31/12/2024.

De las 240 observaciones de acciones a fecha de cierre, solo 19 (es decir, el 8%) presentaron ratios precio-valor contable inferiores a uno, principalmente durante el mercado bajista de finales de la década de 1970 (p. ej., GEICO y SAFECO). En cambio, el 92% cotizaba con una prima sobre su valor contable. De hecho, la mayoría de las inversiones de Buffett cotizaban considerablemente por encima de su valor contable, con una mediana y un promedio de ratios precio-valor contable de 3,1 y 7,9, respectivamente.

Una vez más, los “Tres Grandes” de Buffett ofrecen una vívida ilustración de este hecho, al tiempo que resaltan su evolución a lo largo del tiempo.

## Anexo 8

Los tres grandes de Buffett: Relación precio-valor contable



Fuente: SEC, NYPL, Moody's, S&amp;P, Sparkline. Del 31/12/1975 al 31/12/2024.

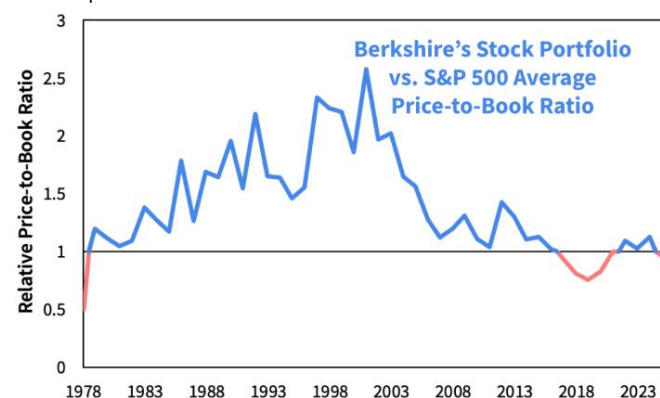
En 1976, Berkshire compró **GEICO** tras salir de una situación cercana a la bancarrota. Buffett logró adquirir las acciones, que habían caído de 61 a 2 dólares, con un ratio precio-valor contable de tan solo 0,44. Sin embargo, en lugar de recoger beneficios a medida que su valoración se recuperaba, Buffett se mantuvo firme y finalmente desmovilizó a GEICO en 1996 con un ratio precio-valor contable de aproximadamente 3. Su decisión de mantener la inversión resultó acertada: a ese precio, ¡su inversión original se multiplicó por 48!

A partir de entonces, Buffett nunca miró atrás. Compró **Coca-Cola** por primera vez en 1988 a 4,1 veces su valor contable. Cabe destacar que mantuvo Coca-Cola como su mayor inversión durante la década de 1990, incluso cuando su ratio precio-valor contable superó el 22. En 2016, comenzó a comprar **Apple** con un ratio precio-valor contable similar de 4,6. Apple sigue siendo su principal inversión, ¡aunque ahora cotiza a más de 57 veces su valor contable tras generar una rentabilidad de 10x!

Buffett ha tendido a invertir en acciones con una prima en su ratio precio-valor contable, no solo en términos absolutos, sino también en relación con el mercado. Como muestra la siguiente gráfica, su cartera ha cotizado con una prima respecto a la acción promedio del S&P 500 durante más del 85 % de los años.

## Anexo 9

Relación precio-valor contable de las inversiones de Buffett



Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, Biblioteca Pública de Nueva York, Moody's, S&amp;P, Sparkline.

Relación precio-valor contable de la cartera de acciones de Berkshire en relación con la del valor promedio de las acciones del S&amp;P 500. Del 31/12/1977 al 31/12/2024.

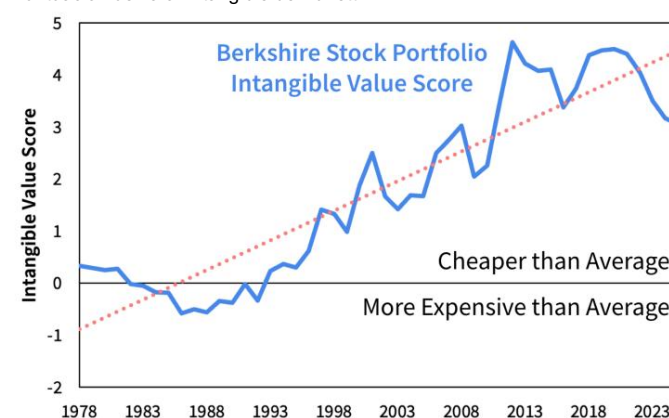
Buffett reconoce claramente que el valor contable tangible es solo un componente del valor intrínseco. Además, basándose en su disposición a pagar muchos múltiplos del valor contable tangible por grandes empresas como **Coca-Cola** y **Apple**, parece considerar el otro componente —el valor intangible— como el más importante de los dos.

$$\text{Valor intrínseco} = \text{Valor tangible} + \text{Valor intangible}$$

El creciente énfasis de Buffett en el valor intangible es evidente en el siguiente gráfico, que sigue el puntaje promedio ponderado del valor intangible de su cartera de acciones a lo largo del tiempo.

## Anexo 10

Puntuación de valor intangible de Buffett



Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, Sparkline. La gráfica muestra la puntuación media ponderada de la cartera de acciones de Berkshire. La puntuación del valor intangible se normaliza con respecto al universo bursátil global en cada momento, de modo que la acción promedio del universo tiene una puntuación de cero y la mejor acción tiene una puntuación cercana a 6. Del 31/12/1977 al 31/12/2024.

Al principio, la cartera de Buffett no difería significativamente de la mediana de las acciones en valor intangible. En aquel entonces, su cartera seguía anclada en el valor tangible tradicional. Sin embargo, a partir de finales de los 80, su enfoque se desvió hacia empresas con alto valor intangible. Hoy, su cartera se sitúa entre el 20 % de las mejores acciones mundiales en valor intangible.

## Buffett hoy

¿Cómo se ve la cartera de Buffett hoy? La siguiente gráfica muestra sus diez posiciones principales, que en conjunto representan el 80% del valor total de su cartera.



Anexo 11

Cartera de acciones de Berkshire

| Company              | Primary Pillar        | Weight | Intangible Value Score |
|----------------------|-----------------------|--------|------------------------|
| Apple                | Intellectual Property | 21.3%  | 2.38                   |
| American Express     | Brand Equity          | 16.3%  | 3.84                   |
| Bank of America      | Human Capital         | 10.4%  | 3.93                   |
| Coca-Cola            | Brand Equity          | 9.9%   | 2.01                   |
| Chevron              | Tangible              | 6.0%   | 3.72                   |
| Moody's              | Network Effects       | 4.2%   | -0.80                  |
| Occidental Petroleum | Tangible              | 4.0%   | 2.43                   |
| Kraft Heinz          | Brand Equity          | 3.0%   | 5.26                   |
| Chubb                | Human Capital         | 2.7%   | 1.72                   |
| Mitsubishi           | Tangible              | 2.6%   | 0.95                   |

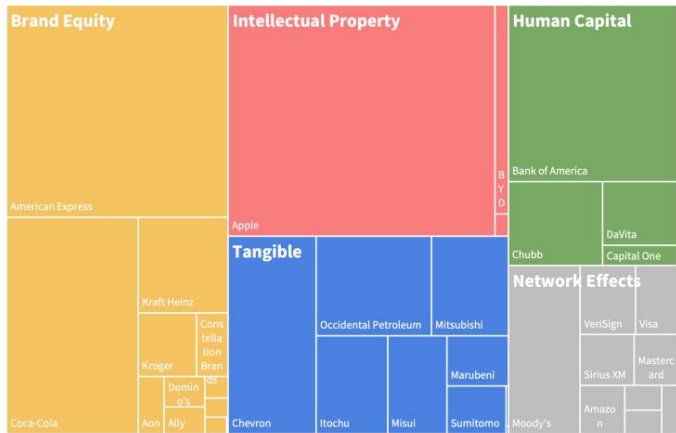
Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, Sparkline. Al 31/3/2025.

La última columna muestra la puntuación actual del valor intangible de cada inversión. Cabe destacar que el proceso discrecional de Buffett parece coincidir con nuestra metodología cuantitativa. De sus diez principales inversiones, solo Moody's obtiene una puntuación inferior a la media de las acciones; la mayoría se encuentran en el nivel superior de nuestro universo de inversión. A nivel de cartera, la puntuación media ponderada es de un sólido 2,6, lo que la sitúa entre el 20 % de las mejores acciones a nivel mundial.

La segunda columna clasifica cada inversión según su pilar principal del balance (es decir, el pilar que representa la mayor parte del valor total de la empresa). Por ejemplo, si bien Apple es sólida en general, la propiedad intelectual representa la mayor parte de su valor. La siguiente gráfica presenta la cartera completa de acciones de Buffett utilizando esta clasificación.

Anexo 12

Descomposición de las acciones de Berkshire



Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, Sparkline. Al 31/3/2025.

Como era de esperar, Buffett todavía se apoya principalmente en el valor de marca, con posiciones en empresas como American Express, Coca-Cola y

Kraft Heinz. También invierte en empresas que dependen de activos tangibles (p. ej., Chevron), capital humano (p. ej., Bank of America) y efectos de red (p. ej., Moody's). Si bien la propiedad intelectual aparece en el análisis, su presencia se atribuye únicamente a su inversión concentrada en Apple.

Análisis factorial de Berkshire

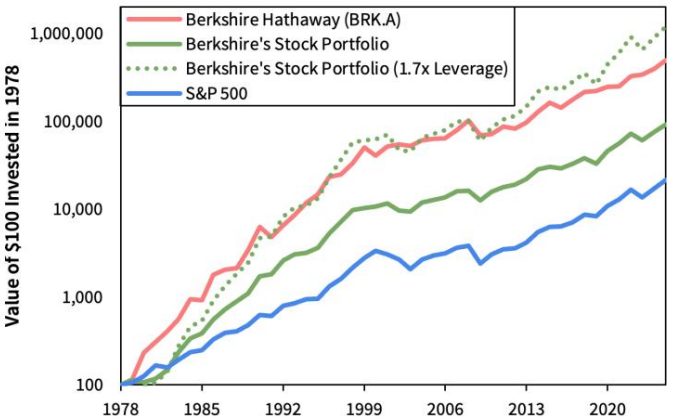
El historial de Buffett

Pasemos ahora a la trayectoria histórica de Buffett. El siguiente...

La exhibición compara los rendimientos de Berkshire Hathaway (BRK.A) con el S&P 500. También muestra los rendimientos de Berkshire cartera de acciones, que estimamos con base en las tenencias de la empresa reveladas en presentaciones regulatorias e informes anuales.

Anexo 13

El historial de Buffett (1978-2024)



Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, S&P, Sparkline. Línea roja: Rentabilidad de la renta variable de Berkshire Hathaway según el informe anual de la compañía. Línea azul: Rentabilidad total del S&P 500. Línea verde: Rentabilidad de la cartera de acciones de Berkshire, estimada a partir de las posiciones de los documentos regulatorios y los informes anuales. Línea verde punteada: Cartera de acciones de Berkshire con un apalancamiento de 1,7 veces, suponiendo financiación a la tasa libre de riesgo. No se incluyen otros costes de transacción ni financiación. Del 31/12/1977 al 31/12/2024. Consulte la información importante sobre backtesting a continuación.

En primer lugar, comparemos la cartera de acciones de Berkshire con la de Berkshire en su conjunto. Cabe destacar que la cartera de acciones de la empresa representa solo una parte de su cartera total; Berkshire también posee una amplia cartera de capital privado (por ejemplo, BNSF). Además, opera con un apalancamiento promedio de 1,7x, obtenido en gran parte a tasas de interés inferiores a las del mercado mediante la emisión de seguros flotantes.

Desde 1978, la cartera de acciones de Berkshire ha tenido un rendimiento inferior al de la propia Berkshire. Sin embargo, esto se debe principalmente al apalancamiento; como muestra la línea de puntos, si aplicáramos un apalancamiento de 1,7x a la cartera de acciones de Berkshire, su rentabilidad superaría la de la propia Berkshire. Si bien esto ignora las fricciones del mundo real, como los impuestos y los costes de negociación, es coherente con Frazzini et al.

(2019), quienes estiman que Berkshire obtuvo rendimientos un 30% más altos en sus carteras de capital público que en sus carteras de capital privado.

Por supuesto, la principal razón por la que Berkshire puede mantener un apalancamiento tan alto es la liquidez barata y sin recurso generada por su operación de seguros privada. Incluso si obtiene una rentabilidad menor, la parte privada de Berkshire sigue siendo fundamental para el modelo de negocio general de la empresa.

Finalmente, desde 1978, la cartera de acciones de Berkshire ha superado al S&P 500 en un impresionante 3,0 % anual. Este logro fácilmente colocaría a Buffett en la cima de la mayoría de las clasificaciones de gestores de fondos.

### Exposiciones factoriales de Buffett

¿Qué explica el notable rendimiento superior de Buffett? ¿Su éxito se debe a la exposición sistemática a ciertos tipos de acciones, como las de valor o las financieras, o refleja una ventaja inversora específica de Buffett?

Para responder a esta pregunta, recurrimos a un modelo factorial. En este caso, utilizamos el «Modelo de Seis Factores» presentado en «Valor Intangible : Un Sexto Factor». (Mayo de 2023). La siguiente gráfica define cada uno de los seis factores del modelo.

#### Anexo 14

##### Definiciones del modelo de seis factores



**Market**  
Market (MKT-RF)  
Long stock market  
(minus risk-free rate)



**Value**  
High minus low (HML)  
Stocks with higher  
book/price ratios



**Small-Cap**  
Small minus big (SMB)  
Stocks with smaller  
market caps



**Quality**  
Robust minus weak (RMW)  
Stocks with higher  
profitability



**Momentum**  
Momentum (MOM)  
Stocks with higher  
trailing returns



**Intangible Value**  
Intangible high minus low (IHML)  
Stocks with higher  
intangible value

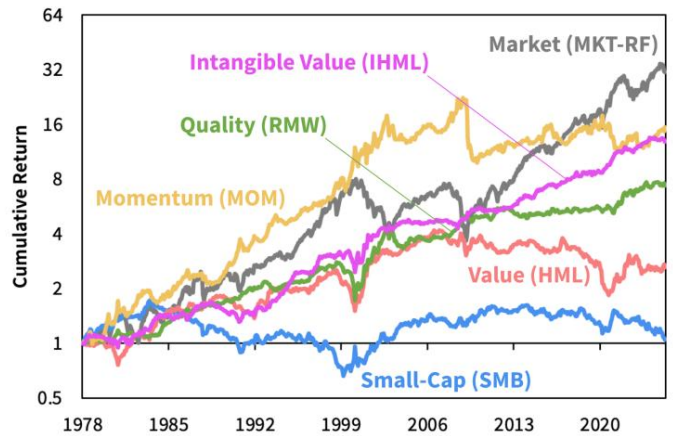
Fuente: Sparkline. Reproducido de [Valor Intangible: Un Sexto Factor](#) (Mayo 2023).

El factor de Mercado es simplemente una cartera de acciones ponderada por capitalización bursátil, financiada a la tasa libre de riesgo. Los otros cinco factores se construyen como carteras de acciones con posiciones largas y cortas. Por ejemplo, el factor de Calidad compra acciones con alta rentabilidad acumulada y vende aquellas con baja rentabilidad acumulada.

La siguiente exhibición muestra los rendimientos de cada factor desde 1978.

#### Anexo 15

##### Rendimientos de los factores (1978-2025)



Fuente: Ken French, Sparkline. Carteras de mercado y long-short construidas según los factores Fama-French RM-Rf, HML, SMB, RMW y MOM. El Valor Intangible sigue la metodología HML, excepto que utiliza el factor de valor intangible. Sin costos de transacción ni financiamiento. Del 31/12/1977 al 30/05/2025. Consulte las definiciones completas de los factores y la información importante sobre backtesting a continuación. Reproducido de [Valor Intangible: Un Sexto Factor](#). (Mayo 2023).

Desde 1978, el factor Mercado ha generado la mayor rentabilidad total, seguido del Momentum, el Valor Intangible y la Calidad. Si bien el Valor generó rentabilidades sólidas hasta 2007, ha experimentado una caída prolongada desde entonces. Por otro lado, la Pequeña Capitalización no ha generado rentabilidad durante este periodo.

A continuación, realizamos una regresión multifactorial para estimar la exposición de Buffett a cada factor. La siguiente gráfica presenta los resultados, marcando en negrita los factores estadísticamente significativos.

#### Anexo 16

##### Exposiciones a factores de Buffett (1978-2025)

| Factor                  | Coefficient  | Standard Error | T-Statistic  |
|-------------------------|--------------|----------------|--------------|
| Market (MKT-RF)         | <b>0.88</b>  | <b>0.006</b>   | <b>140.7</b> |
| Small-Cap (SMB)         | 0.01         | 0.012          | 0.5          |
| Value (HML)             | <b>0.24</b>  | <b>0.011</b>   | <b>21.9</b>  |
| Momentum (MOM)          | <b>-0.06</b> | <b>0.008</b>   | <b>-7.6</b>  |
| Quality (RMW)           | <b>0.26</b>  | <b>0.017</b>   | <b>15.0</b>  |
| Intangible Value (IHML) | <b>0.14</b>  | <b>0.014</b>   | <b>9.7</b>   |

Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, S&P, Ken French, Sparkline. Resultados de una regresión de los seis factores sobre la rentabilidad de la cartera de acciones de Berkshire, estimados a partir de las posiciones obtenidas de documentos regulatorios e informes anuales. Las variables estadísticamente significativas al 1% se muestran en negrita. Barras de datos truncadas en -0,3 y 0,3. Rendimientos diarios del 31/12/1977 al 30/05/2025.

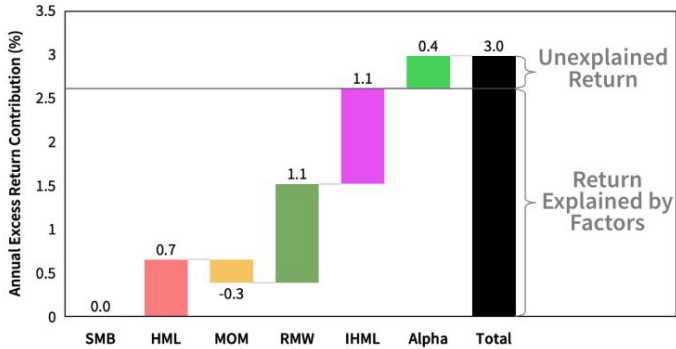
Observamos que la cartera de Buffett ha tenido una exposición positiva significativa a los factores de Mercado, Valor, Calidad y Valor Intangible, y una exposición ligeramente negativa al factor Momentum. Por otro lado, su carga en acciones de pequeña capitalización fue estadísticamente insignificante.

Estos resultados son intuitivos. Como inversor a largo plazo, Buffett tiene una beta de mercado cercana a uno. En igualdad de condiciones, también tiende a favorecer empresas con ratios precio-valor contable bajos, alta rentabilidad y alto valor intangible. Por el contrario, tiende a evitar acciones con altos rendimientos acumulados, ya que suelen estar sobrevaloradas.

Ahora que hemos determinado la exposición de Buffett a los factores, podemos calcular la contribución de cada factor a su exceso de rentabilidad total. Tras sumar las contribuciones de los factores, asignamos la rentabilidad no explicada restante a **Alfa**, un residuo que representa su peculiar habilidad para seleccionar acciones.

Anexo 17

Atribución de factores de Buffett (1978-2025)



Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, S&P, Ken French, Sparkline. Las contribuciones a la rentabilidad se basan en las cargas factoriales estimadas de la cartera de acciones de Berkshire mediante regresión multivariante. El exceso de rentabilidad total es la rentabilidad de Berkshire neta de la exposición a la beta del mercado. El alfa es el exceso de rentabilidad total menos la suma de las contribuciones factoriales. Sin costes de transacción ni financiación. Del 31/12/1977 al 30/05/2025. Consulte la información importante sobre backtesting a continuación.

En total, Buffett superó su beta de mercado en un sólido 3,0 % anual. Sin embargo, el 87 % de este exceso de rentabilidad se explica por su exposición a factores: **el Valor Intangible** y **la Calidad** contribuyen cada uno con un 1,1 % anual, y **el Valor** con un 0,7 % anual. Tras considerar estos factores, su **alfa** residual disminuye a un insignificante 0,4 % anual; lo que inicialmente parecía alfa puro podría, en realidad, reflejar en gran medida exposiciones sistemáticas.

La evolución de Buffett

Como vimos anteriormente, Buffett evolucionó significativamente su proceso de inversión a lo largo de su dilatada carrera, superando con creces las enseñanzas de su mentor, Ben Graham. Para comprender mejor esta evolución, repasamos nuestro análisis factorial para el período más reciente, que comienza en 1995. La siguiente gráfica compara la exposición factorial de Buffett en ambos períodos, y la última columna muestra las diferencias.

Gráfico 18

Exposiciones a factores de Buffett: recientes vs. período completo

| Factor                  | Recent (1995-2025) | Full (1978-2025) | Difference (Recent - Full) |
|-------------------------|--------------------|------------------|----------------------------|
| Market (MKT-RF)         | 0.96               | 0.88             | 0.08                       |
| Small-Cap (SMB)         | -0.14              | 0.01             | -0.14                      |
| Value (HML)             | 0.25               | 0.24             | 0.00                       |
| Momentum (MOM)          | -0.05              | -0.06            | 0.01                       |
| Quality (RMW)           | 0.27               | 0.26             | 0.02                       |
| Intangible Value (IHML) | 0.21               | 0.14             | 0.07                       |

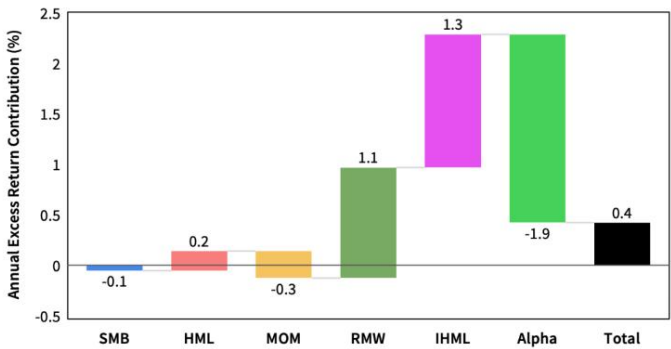
Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, S&P, Ken French, Sparkline. Resultados de una regresión de los seis factores sobre la rentabilidad de la cartera de acciones de Berkshire, estimados a partir de las posiciones obtenidas de documentos regulatorios e informes anuales. Las variables estadísticamente significativas al 1% se muestran en negrita. Barras de datos truncadas en -0,3 y 0,3. Rendimientos diarios al 30/05/2025.

La exposición de Buffett a **valores de valor**, **momentum** y **calidad** se ha mantenido estable a lo largo del tiempo. Sin embargo, desde 1995, su exposición a **la pequeña capitalización** se ha vuelto negativa, ya que Berkshire se ha visto obligado a abandonar este tipo de empresas debido a la expansión de su capital. Mientras tanto, la carga de **valor intangible** de Buffett ha aumentado un 50%, lo que refleja su creciente preferencia por negocios intensivos en intangibles como Coca-Cola y Apple.

La siguiente gráfica muestra la atribución de rentabilidad desde 1995. En total, la cartera de acciones de Buffett superó al mercado en un 0,4 % anual. Como antes, **el Valor Intangible** y **la Calidad** contribuyeron con la mayor parte de la rentabilidad, con un 1,3 % y un 1,1 % anual, respectivamente. Sin embargo, **el Valor** ya no es un factor estadísticamente significativo. Además, **el Alfa** de Buffett es ahora de -1,9 % anual, lo que implica que su exposición a factores tuvo un rendimiento inferior al esperado durante las últimas tres décadas.

Anexo 19

Atribución de factores de Buffett (1995-2025)

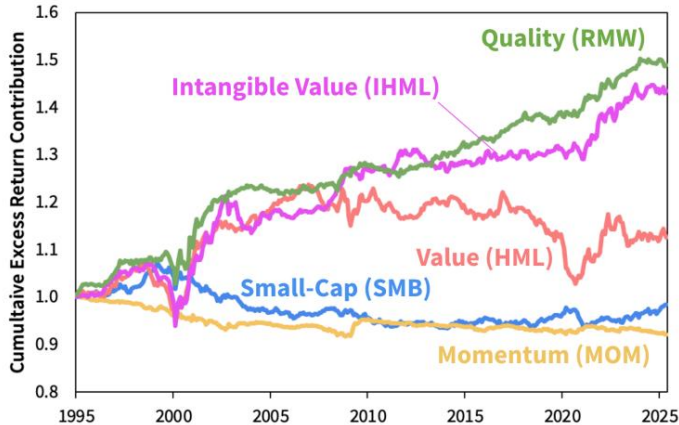


Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, S&P, Ken French, Sparkline. Las contribuciones a la rentabilidad se basan en las cargas factoriales estimadas de la cartera de acciones de Berkshire mediante regresión multivariante. El exceso de rentabilidad total es la rentabilidad de Berkshire neta de la exposición a la beta del mercado. El alfa es el exceso de rentabilidad total menos la suma de las contribuciones factoriales. Sin costes de transacción ni financiación. Del 31/12/1994 al 30/05/2025. Consulte la información importante sobre backtesting a continuación.

La siguiente exhibición reelabora esta información, mostrando esta vez la serie de tiempo completa de la contribución del retorno de cada factor.

Anexo 20

Atribución de factores de Buffett (1995-2025)



Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, S&P, Ken French, Sparkline. Las contribuciones a la rentabilidad se basan en las cargas factoriales estimadas de la cartera de acciones de Berkshire mediante regresión multivariante. Sin costes de transacción ni financiación. Del 31/12/1994 al 30/05/2025. Consulte la información importante sobre backtesting a continuación.

Buffett ha mantenido una exposición positiva constante a tres factores: **Valor Intangible**, **Calidad** y **Valor**. Sin embargo, mientras que los dos primeros contribuyeron de forma constante a la rentabilidad, **el Valor** solo contribuyó hasta 2007 y ha sido un lastre desde entonces.

En **valor intangible** (Junio de 2021), analizamos las dificultades del factor **Valor** tradicional, argumentando que su desaparición se debe a la menor relevancia del valor contable y otras métricas contables ante el auge de la economía intangible. Curiosamente, Buffett parece haber reconocido este cambio pronto, incorporando **el Valor Intangible** a su marco de referencia desde la década de 1980.

## Más allá del factor valor

Una pregunta persistente es por qué la exposición estadística de Buffett al **valor** sigue siendo positiva, a pesar de que para la década de 1980 ya había dejado de usar el valor contable para medir el valor intrínseco. Una posibilidad es que esta aparente carga sea simplemente una consecuencia de sus preferencias sectoriales, en lugar de evidenciar una inclinación deliberada hacia acciones con bajo valor contable.

Para probar esto, la siguiente exhibición vuelve a ejecutar nuestra regresión factorial con controles sectoriales (por ejemplo, finanzas, atención médica).

Anexo 21

Exposiciones a factores de Buffett (1978-2025)

| Factor                  | With Sector Controls | No Sector Controls | Difference (SC - NoSC) |
|-------------------------|----------------------|--------------------|------------------------|
| Market (MKT-RF)         | 0.91                 | 0.88               | 0.03                   |
| Small-Cap (SMB)         | 0.03                 | 0.01               | 0.02                   |
| Value (HML)             | -0.06                | 0.24               | -0.30                  |
| Momentum (MOM)          | -0.06                | -0.06              | 0.00                   |
| Quality (RMW)           | 0.13                 | 0.26               | -0.13                  |
| Intangible Value (IHML) | 0.18                 | 0.14               | 0.05                   |

Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, S&P, Ken French, Sparkline. Resultados de una regresión de los seis factores (y controles sectoriales) sobre la rentabilidad de la cartera de acciones de Berkshire, estimados a partir de las posiciones de los informes regulatorios y los informes anuales. Los controles sectoriales utilizan 12 carteras sectoriales de Ken French. Las variables estadísticamente significativas al 1% se muestran en negrita. Barras de datos truncadas en -0,3 y 0,3. Rendimientos diarios del 31/12/1977 al 30/05/2025.

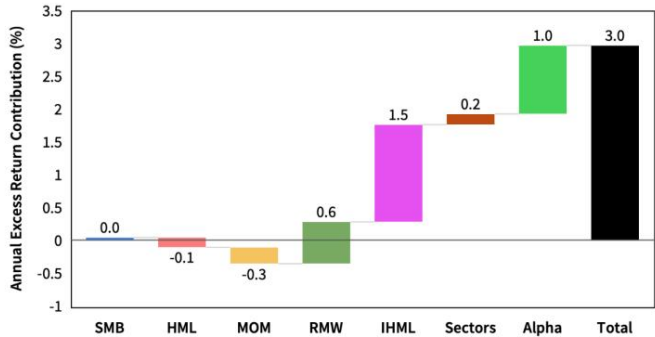
Una vez que controlamos los sectores, la exposición de Buffett **al valor** se vuelve negativa, cayendo de +0,24 a -0,06. Esto sugiere que su aparente predilección por las acciones con bajo precio contable se debe, en gran medida, a los sectores que tiende a favorecer, muchos de los cuales cotizan a múltiplos precio contables relativamente bajos (por ejemplo, el sector financiero). Dentro de cada sector, Buffett, de hecho, prefiere acciones con ratios precio contables ligeramente superiores a los de sus homólogos (por ejemplo, American Express).

La siguiente exhibición muestra la atribución con controles sectoriales.

**El Valor Intangible** es ahora el mayor contribuyente, con un 1,5 % anual. **La Calidad** sigue siendo significativa, aunque su contribución se reduce a la mitad, a tan solo el 0,6 % anual. Cabe destacar que **el Valor** ya no es aditivo. Finalmente, **el sesgo sectorial** de Buffett no ha tenido un gran impacto en la rentabilidad durante este período.

Anexo 22

Atribución de factores de Buffett (1978-2025, controles sectoriales)



Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, S&P, Ken French, Sparkline. Las contribuciones a la rentabilidad se basan en las cargas factoriales estimadas de la cartera de acciones de Berkshire mediante regresión multivariante. El exceso de rentabilidad total es la rentabilidad de Berkshire neta de la exposición a la beta del mercado. Las rentabilidades sectoriales se suman en las 12 carteras industriales de Ken French. El alfa es el exceso de rentabilidad total menos la suma de las contribuciones factoriales. Sin costes de transacción ni financiación. Del 31/12/1977 al 30/05/2025. Véase información importante sobre pruebas retrospectivas a continuación.



Por último, ejecutemos nuestra regresión neutral en cuanto al sector durante el período más reciente desde 1995. La siguiente gráfica muestra los resultados en la columna (4). A modo de comparación, incluimos los resultados de los análisis anteriores en las tres primeras columnas.

Anexo 23

Tabla resumen del factor Buffett

|                            | (1)   | (2)   | (3)   | (4)   |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Setup                      |       |       |       |       |
| Start Date                 | 1978  | 1995  | 1978  | 1995  |
| Sector Controls            |       |       | Yes   | Yes   |
| Coefficients               |       |       |       |       |
| Market (MKT-RF)            | 0.88  | 0.96  | 0.91  | 1.01  |
| Small-Cap (SMB)            | 0.01  | -0.14 | 0.03  | -0.09 |
| Value (HML)                | 0.24  | 0.25  | -0.06 | -0.04 |
| Momentum (MOM)             | -0.06 | -0.05 | -0.06 | -0.06 |
| Quality (RMW)              | 0.26  | 0.27  | 0.13  | 0.14  |
| Intangible Value (IHML)    | 0.14  | 0.21  | 0.18  | 0.21  |
| Excess Return Contribution |       |       |       |       |
| Small-Cap (SMB)            | 0.0   | -0.1  | 0.0   | 0.0   |
| Value (HML)                | 0.7   | 0.2   | -0.1  | -0.1  |
| Momentum (MOM)             | -0.3  | -0.3  | -0.3  | -0.3  |
| Quality (RMW)              | 1.1   | 1.1   | 0.6   | 0.6   |
| Intangible Value (IHML)    | 1.1   | 1.3   | 1.5   | 1.3   |
| Sectors                    |       |       | 0.2   | -1.0  |
| Alpha                      | 0.4   | -1.9  | 1.0   | -0.1  |
| Total                      | 3.0   | 0.4   | 3.0   | 0.4   |

Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, S&P, Ken French, Sparkline. Coeficientes de una regresión de los seis factores (y controles sectoriales) sobre la rentabilidad de la cartera de acciones de Berkshire, estimados a partir de las posiciones de los documentos regulatorios y los informes anuales. Los controles sectoriales utilizan 12 carteras sectoriales de Ken French. Las variables estadísticamente significativas al 1% se muestran en negrita. Las barras de datos se truncan en -0,3 y 0,3. Las contribuciones a la rentabilidad se basan en las cargas factoriales anteriores. El exceso de rentabilidad total es la rentabilidad de Berkshire neta de la exposición a la beta del mercado. Las rentabilidades sectoriales se suman en todas las carteras de la industria. El alfa es el exceso de rentabilidad total menos la suma de las contribuciones de los factores. Sin costes de transacción ni financiación. Consulte la información importante sobre backtesting a continuación. Rentabilidades diarias al 30/05/2025.

Según el panel de coeficientes, el Valor Intangible y la Calidad son los únicos factores con ponderaciones positivas consistentes en las cuatro columnas. El Valor se vuelve insignificante al ajustar por sectores, el Momentum es consistentemente negativo y la Pequeña Capitalización también lo es, pero solo en el período reciente.

La atribución de rentabilidad refleja aproximadamente estos patrones. En consonancia con sus exposiciones, el Valor Intangible y la Calidad son los principales contribuyentes, aunque el impacto de la Calidad se reduce a la mitad tras el ajuste sectorial. El Valor es aditivo en la configuración original, pero se vuelve insignificante en el período más reciente o una vez controlados los efectos sectoriales. El momentum supone un lastre pequeño pero persistente para la rentabilidad.

Finalmente, tanto el exceso de rentabilidad total como el alfa son menores en el período más reciente. Si bien esto se explica en parte por el sesgo de Buffett hacia los sectores de la economía tradicional, que se han rezagado en los últimos años, también refleja el debilitamiento gradual de su capacidad inversora, un tema que exploramos en la sección final.

## Valor Intangible y Calidad

Los resultados de nuestra regresión mostraron que, entre los factores analizados, solo el Valor Intangible y la Calidad mostraron exposiciones consistentemente significativas y positivas a lo largo de los períodos y las especificaciones del modelo. Estos dos factores también contribuyeron consistentemente a los rendimientos excedentes de Buffett, incluso después de controlar los sesgos sectoriales.

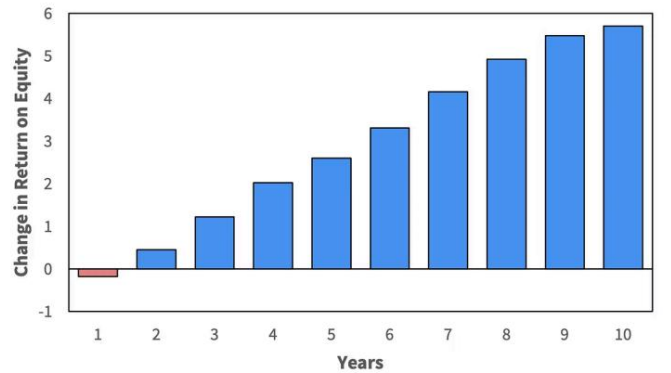
En Valor Intangible: Un Sexto Factor (Mayo de 2023) argumentamos que el valor intangible y la calidad están conceptualmente relacionados. Como señaló Buffett, los activos intangibles son los que permiten a las empresas generar altos rendimientos sobre el capital tangible. Sin embargo, a pesar de esta superposición conceptual, encontramos que estos dos factores no presentan correlación empírica. Interpretamos esta aparente paradoja de la siguiente manera:

Tanto la Calidad como el Valor Intangible buscan empresas con amplias ventajas competitivas, que a menudo se manifiestan en activos intangibles, como marcas de lujo o patentes de medicamentos. Sin embargo, construir ventajas competitivas intangibles requiere grandes inversiones iniciales que pueden tardar años en amortizarse (por ejemplo, publicidad, I+D). Mientras que la Calidad busca empresas rentables hoy, el Valor Intangible busca a aquellas que invierten en la rentabilidad de

Apoyamos esta interpretación con el siguiente gráfico, que muestra que la inversión intangible genera mayor rentabilidad, pero a menudo requiere un período de recuperación de varios años.

Anexo 24

Valor intangible: la calidad del mañana



Fuente: S&P, Sparkline. Las barras representan los coeficientes de las regresiones donde  $Y = ROE(T+N) - ROE(T)$  y  $X = INTANGIBLE(T)$ . N es el número de años en el futuro. ROE es la rentabilidad sobre el capital (ROE) e INTANGIBLE es el valor intangible. Ambos tienen una puntuación Z transversal. La regresión incluye una constante. El análisis abarca las 1000 principales acciones estadounidenses del 31/3/1995 al 31/3/2023. Reproducido de «Valor Intangible: Un Sexto Factor» (Mayo 2023).

Juntos, estos dos factores capturan lo que Buffett ha buscado durante mucho tiempo: empresas con ventajas competitivas amplias y duraderas, ya sea demostradas por fundamentos sólidos actuales o por inversiones subestimadas que impulsen la rentabilidad futura.

## Buffett como inversor factorial

La filosofía de Buffett se puede resumir en una estrategia simple y basada en reglas, centrada en acciones con alto **valor intangible** y **calidad**. Como demostraremos, este modelo de dos factores, con un diseño parsimonioso, puede replicar en gran medida la rentabilidad de Buffett.

Si bien nuestro análisis anterior utilizó factores long-short, esto resulta poco práctico para la mayoría de los inversores. En su lugar, creamos una cartera más sencilla que asigna el 50 % a **acciones de valor intangible** y el 50 % a **acciones de calidad**. Definimos cada grupo como el 20 % superior del universo accionario en el factor relevante.

### Anexo 25

Cartera de factores exclusivamente a largo plazo de Buffett

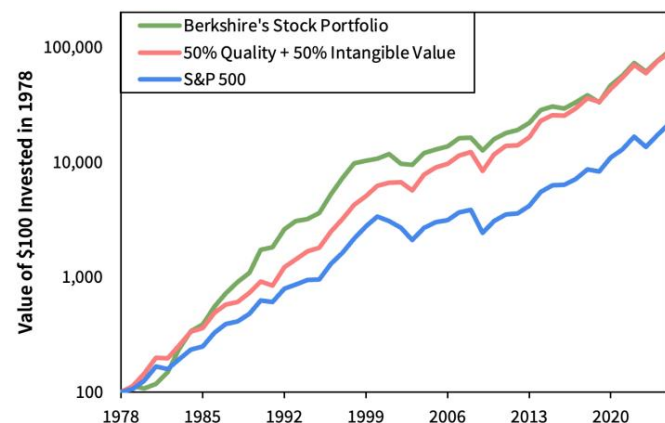


Fuente: Sparkline.

La siguiente gráfica muestra el rendimiento de esta estrategia de réplica de Buffett. Desde 1978, la **cartera de dos factores** ha generado rendimientos similares a los de la **cartera real de Buffett**, superando ampliamente al **S&P 500**.

### Anexo 26

Replicación del factor Buffett (1978-2024)



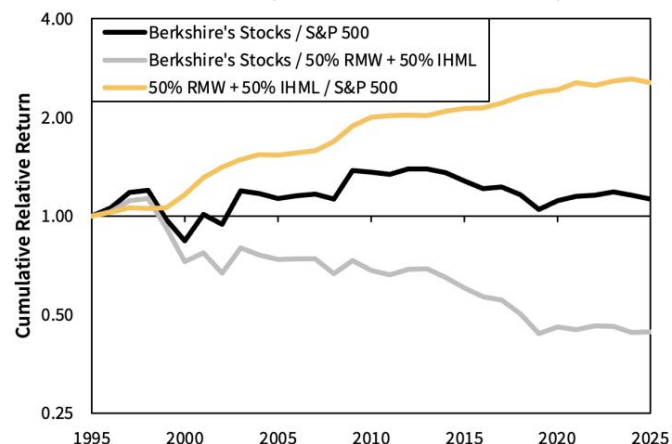
Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, S&P, Sparkline. Línea roja: rentabilidad de una cartera compuesta por un 50 % de acciones de calidad y un 50 % de acciones de valor intangible, cada una definida como el 20 % superior del universo bursátil estadounidense según sus respectivas métricas, ponderada por capitalización. Línea azul: rentabilidad total del S&P 500. Línea verde: rentabilidad de la cartera de acciones de Berkshire, estimada a partir de las posiciones de los registros regulatorios y los informes anuales. Sin costes de transacción ni financiación. Del 31/12/1977 al 31/12/2024. Consulte la información importante sobre backtesting a continuación.

En la siguiente gráfica, nos centramos en el período más reciente desde 1995, centrándonos en las rentabilidades relativas. Como muestra la línea negra, la cartera de acciones de Berkshire generó aproximadamente la misma rentabilidad que el S&P 500. Sin embargo, esto oculta una divergencia clave, que se hace evidente al descomponer el diferencial en sus dos componentes subyacentes.

Como muestra la **línea amarilla**, la cartera de dos factores ha superado consistentemente al S&P 500. Desafortunadamente, como muestra la **línea gris**, estas ganancias se han visto contrarrestadas por el bajo rendimiento de las inversiones reales de Berkshire en comparación con la cartera de dos factores. Esto concuerda con nuestra conclusión anterior de que Buffett ha generado un alfa negativo en relación con su exposición a factores desde 1995.

### Anexo 27

Replicación del factor Buffett (1995-2024, rentabilidad relativa)



Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, S&P, Sparkline. Línea negra: Acciones de Berkshire en relación con el S&P 500. Línea amarilla: Replicación de dos factores en relación con el S&P 500. Línea gris: Acciones de Berkshire en relación con la replicación de dos factores. Sin costes de transacción ni financiación. Del 31/12/1994 al 31/12/2024. Consulte la información importante sobre backtesting a continuación.

Sin embargo, es importante destacar que gran parte de la investigación académica sobre la inversión factorial no se publicó formalmente hasta la década de 1990. Para su gran mérito, Buffett "descubrió" estos factores orgánicamente a través de prueba y error, poniéndolos en práctica a gran escala mucho antes de que fueran adoptados por la amplia comunidad inversora (y diríamos que el valor intangible sigue siendo un factor subestimado).

Por el contrario, nuestra capacidad para replicar los rendimientos históricos de Buffett se beneficia de la retrospectiva, y no afirmamos que esto se hubiera podido lograr en tiempo real. Dicho esto, si el objetivo es replicar el proceso de Buffett en el futuro, creemos que este modelo de dos factores ofrece una hoja de ruta simple y eficaz.

Nota: Esta sección se inspira en [Frazzini et al \(2019\)](#).

En el apéndice mostramos que nuestros resultados son robustos a su configuración.

## El legado de Buffett

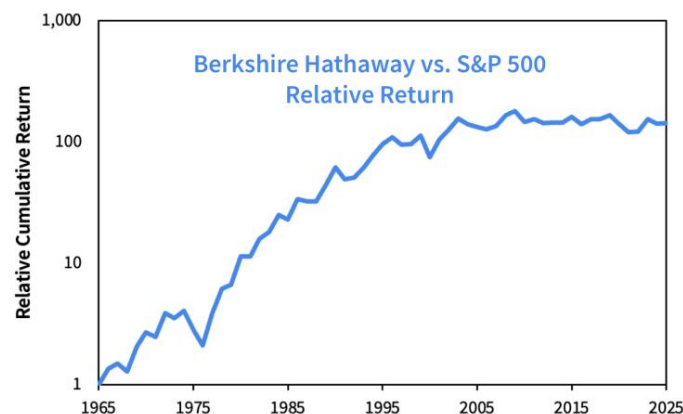
### Los billones de problemas de Berkshire

Al retirarse, Buffett deja Berkshire con una nota alta. Sus acciones han disfrutado de un sólido desempeño en los últimos años, mostrando recientemente resiliencia ante el aumento de las tensiones comerciales. De hecho, Berkshire alcanzó recientemente una capitalización bursátil de 1 billón de dólares, lo que la convierte en la décima empresa más grande del mundo.

Sin embargo, al asumir Greg Abel el cargo de CEO de Berkshire, se enfrenta a varios desafíos. Como muestra el siguiente gráfico, Berkshire no ha superado al S&P 500 desde 2008, un cambio radical tras cuatro décadas de dominio.

Anexo 28

Rendimientos decrecientes



Fuente: Berkshire Hathaway, S&P, Sparkline. Del 01/01/1965 al 31/12/2024.

Por su parte, desde al menos la década de 1980, Buffett ha advertido repetidamente a sus accionistas que no esperen una continuación del rendimiento superior anterior de Berkshire debido al impacto negativo del crecimiento de su capital. De su [carta de 1999](#):

Tengan en cuenta que hablé de esperar superar al S&P 500 'modestamente'. Para Berkshire, las grandes ventajas sobre ese índice son cosa del pasado. Existían... porque entonces teníamos una base de capital mucho menor, una situación que nos permitió considerar una gama mucho más amplia de oportunidades de inversión que las que tenemos hoy.

Con una capitalización bursátil de un billón de dólares, el universo de inversión de Berkshire se limita a las acciones de gran capitalización; las de pequeña capitalización ya no tienen un impacto significativo. Además, incluso en el caso de las acciones con suficiente capacidad, Berkshire debe entrar y salir con cuidado para evitar un impacto negativo en el mercado. Como [lamentó Buffett](#) en su [última carta](#): Con el tamaño actual de Berkshire... No podemos ir y venir sin pensarlo dos veces. A veces se necesita un año o más...

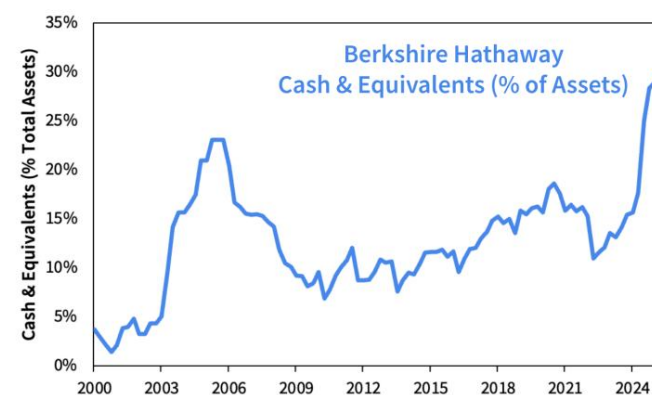
Este desafío se ve agravado por el auge del mercado bursátil.

Después de años de fuertes retornos, las valoraciones de las acciones estadounidenses de gran capitalización que prefiere Berkshire siguen siendo en general elevadas, lo que limita aún más el conjunto de oportunidades de inversión atractivas.

En respuesta, Buffett ha optado por dejar que el efectivo se acumule en lugar de relajar sus estándares. Como muestra la siguiente gráfica, el efectivo ahora representa un récord del 30% de los activos totales de Berkshire. Este aumento de efectivo refleja el creciente desafío de mantener el tradicional margen de seguridad de Buffett ante un conjunto de oportunidades cada vez más limitado.

Anexo 29

La creciente reserva de efectivo de Buffett



Fuente: S&P, SEC, Sparkline. Del 31/12/1999 al 31/3/2025.

### Ampliando el círculo de competencia

En su [carta de 1997](#), Buffett comparó la inversión con el béisbol, argumentando que cada inversor tiene regiones específicas de su zona de strike donde tiene más probabilidades de tener éxito:

En su libro "La Ciencia del Bateo", Ted [Williams] explica que dividió la zona de strike en 77 celdas, cada una del tamaño de una pelota de béisbol. Sabía que batear solo a las pelotas en su mejor celda le permitiría un promedio de .400; buscar pelotas en su peor punto, la esquina exterior baja de la zona de strike, lo reduciría a .230. En otras palabras, esperar el lanzamiento fuerte significaría un viaje al Salón de la Fama; batear indiscriminadamente significaría un boleto a las menores.

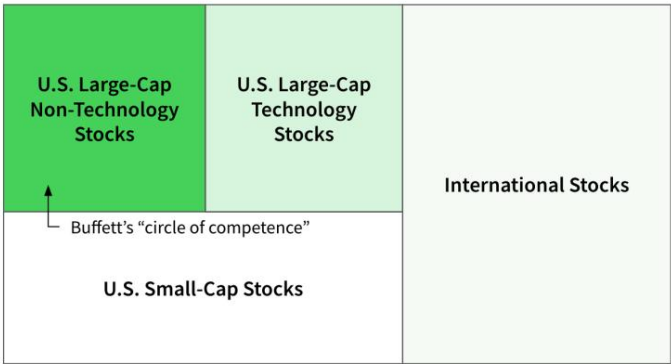
Entonces, ¿cuál es el punto óptimo de Buffett? Como se ha señalado, las empresas de pequeña capitalización están estructuralmente prohibidas. Además, Buffett se ha impuesto dos restricciones adicionales. En primer lugar, invierte casi exclusivamente en empresas estadounidenses, fiel a su firme convicción de "nunca apostar contra Estados Unidos". En segundo lugar,...

Durante mucho tiempo ha considerado que las acciones tecnológicas están fuera de su "círculo de competencia". En una conferencia de 1995, Charlie Munger explicó:

Warren y yo no creemos tener una gran ventaja en el sector de alta tecnología... solemos evitarlo, debido a nuestras deficiencias personales... Hay que jugar dentro de nuestro propio círculo de competencias.

La siguiente exhibición muestra una representación estilizada de la zona de strike de Buffett, con su punto óptimo de acciones no tecnológicas de gran capitalización de EE. UU.

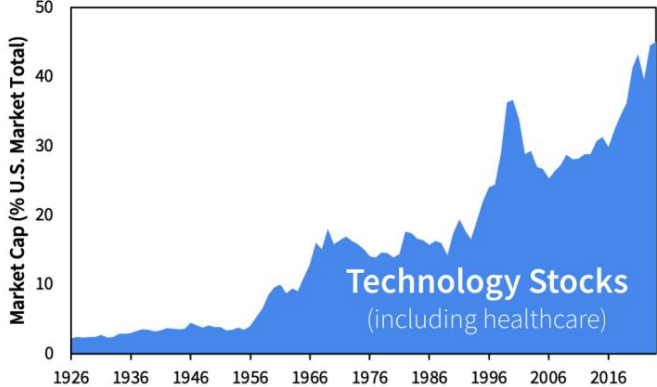
Anexo 30  
La zona de strike de Buffett



Fuente: Sparkline.

Si bien solo apostar por las propuestas que le interesaban le ha funcionado bien a Buffett en el pasado, ese conjunto de oportunidades se ha reducido con el tiempo. Las empresas de pequeña capitalización están cada vez más relegadas debido a su escala, mientras que los sectores tradicionales se contraen a medida que la tecnología se apodera del mundo. Si bien en 1995 no era problema dejar pasar las propuestas tecnológicas, como muestra la siguiente ilustración, desde entonces la tecnología se ha convertido en una parte ineludible de la economía.

Anexo 31  
Tecnología: ya no es opcional



Fuente: Ken French, Sparkline. Las industrias tecnológicas incluyen hardware, software, chips, medicamentos, medeq, labeq y salud. Del 31/12/1926 al 31/12/2024.

Debido a la reducción de sus oportunidades, a Berkshire le resulta cada vez más difícil identificar inversiones atractivas. Por ello, nuestro humilde y no solicitado consejo para Greg Abel es el siguiente: centrarse en ampliar el "círculo de competencia" de Berkshire. Ampliar el conjunto de oportunidades aumenta la probabilidad de encontrar una oportunidad atractiva. De hecho, Berkshire parece haber comenzado a avanzar en esta dirección en los últimos años.

En el ámbito tecnológico, creemos que la gran compra de Apple por parte de Buffett marcó un punto de inflexión. Tras obtener ganancias para Berkshire de más de 120.000 millones de dólares, Buffett bromeó: Tim Cook le ha hecho ganar a Berkshire mucho más dinero del que yo jamás he ganado. Con Buffett obteniendo beneficios de su posición en Apple, su éxito bien podría allanar el camino para una mayor inversión en este sector en crecimiento y rico en intangibles.

A nivel internacional, Buffett también ha dado pasos pequeños pero significativos. A partir de 2019, con la ayuda de Abel, adquirió una participación del 10% en cinco empresas comerciales japonesas. En su última carta, Buffett escribió: "Espero que Greg y sus futuros sucesores ocupen este puesto japonés durante muchas décadas..."

Creemos que la expansión internacional es una medida particularmente prudente. Las acciones no estadounidenses cotizan actualmente con un descuento de aproximadamente el 50 % en comparación con sus pares estadounidenses, lo que ofrece un terreno más fértil para inversores de valor que solo apuestan por posiciones largas, como Berkshire.

Anexo 32  
El descuento extranjero



Fuente: Global Financial Data, M&B Faber, Sparkline. El CAPE10 es la ratio precio-beneficio ajustada cíclicamente a 10 años. El gráfico muestra la ratio CAPE10 de los mercados bursátiles internacionales frente a los estadounidenses. Del 31/01/1980 al 31/12/2023.

Como el conjunto de oportunidades de Berkshire continúa reduciéndose, vemos la expansión hacia nuevos sectores y geografías no como un alejamiento de la filosofía de Buffett, sino quizás como la única manera de preservarla.



Más allá de Berkshire

Por supuesto, un acorazado puede tardar muchos años en cambiar de rumbo, especialmente uno tan grande como Berkshire. Afortunadamente, los inversores no necesitan poseer acciones de Berkshire Hathaway para acceder a la sabiduría intemporal de Buffett.

Como hemos demostrado, el marco de inversión de Buffett se puede resumir en una cartera simple de dos factores que consiste en acciones de valor intangible y de calidad .

Anexo 33

Cartera de factores exclusivamente a largo plazo de Buffett



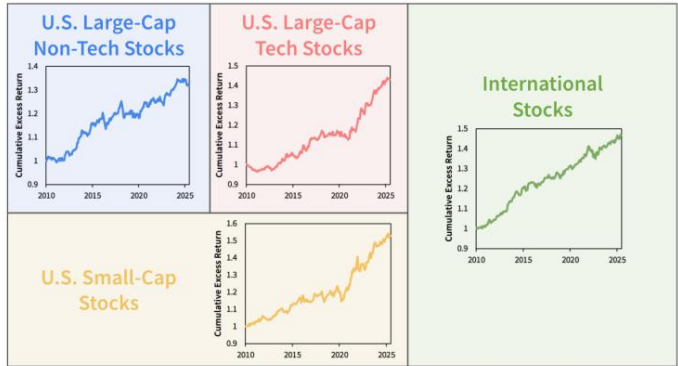
Fuente: Sparkline.

Lo que hace poderoso el enfoque de Buffett no son las acciones específicas que seleccionó, sino los principios que las sustentan. Si bien estos principios se extrajeron de una trayectoria consolidada principalmente en acciones estadounidenses de gran capitalización no tecnológica, su alcance es mucho mayor. De hecho, el mismo modelo de dos factores funciona bien en una amplia gama de sectores, tamaños y geografías.

La siguiente gráfica muestra el rendimiento de este enfoque en cada una de las cuatro principales regiones del universo de renta variable global. Para cada región, graficamos el exceso de rentabilidad del modelo bifactorial en relación con su índice de referencia correspondiente.

Anexo 34

Ampliando la zona de strike



Fuente: S&P, Sparkline. Carteras compuestas por un 50 % de acciones de calidad y un 50 % de acciones de valor intangible, cada una definida como el 20 % superior de su respectivo universo (p. ej., grandes tecnológicas estadounidenses, internacionales). Los gráficos muestran la rentabilidad de estas carteras en relación con la del universo aplicable más amplio. Sin costes de transacción ni financiación. Del 31/12/2009 al 31/12/2024.

Consulte la divulgación importante de backtest a continuación.

Resulta que los principios de Buffett no solo son atemporales, sino universales. El Valor Intangible y la Calidad han funcionado bien no solo en acciones estadounidenses de gran capitalización no tecnológica, sino también en empresas tecnológicas de gran capitalización, acciones internacionales y empresas de pequeña capitalización.

Esta universalidad resalta un punto clave: el rechazo histórico de Buffett a la tecnología y a las acciones internacionales no refleja una limitación en la generalización de su marco, sino una decisión consciente de especializarse, impulsada por el ancho de banda humano finito, no por la falta de oportunidades.

Creemos que este enfoque basado en factores ofrece una alternativa interesante a la inversión directa en Berkshire. Si bien renuncia a algunas ventajas, en particular al acceso a la flotación de seguros, también evita las desventajas de una base de capital de un billón de dólares.

Y si bien no se beneficiará del alfa de selección discrecional de acciones de Abel, vimos antes que incluso Buffett tuvo dificultades para superar una implementación simple y basada en reglas de su propia estrategia a escala.

Además, este enfoque se puede aplicar sin problemas a todo el universo de renta variable global, sin las limitaciones impuestas por el tamaño de Berkshire, la capacidad de análisis de los analistas ni las restricciones institucionales. De hecho, ya existe una amplia gama de fondos de bajo coste que ofrecen exposición exclusivamente a largo plazo a la Calidad y el Valor Intangible en regiones clave.

Con estos factores clave, los inversores pueden combinar exposiciones para alcanzar sus objetivos.

De esta manera, incluso después de jubilarse, el legado de Buffett seguirá vivo, no sólo a través de Berkshire sino también a través de los muchos marcos valiosos e implementables que compartió con nosotros.

Conclusión

A nivel personal, estamos profundamente agradecidos con Buffett, de quien hemos aprendido muchísimo a lo largo de los años. Para nosotros, su mayor fortaleza es su mentalidad de crecimiento, reflejada en su capacidad para evolucionar continuamente su proceso a lo largo de una notable trayectoria de 70 años. En segundo lugar, su don, por comunicar esa filosofía con claridad tanto en escritos como en entrevistas, es una de sus mayores virtudes.

Si bien nunca habrá otro Warren Buffett, muchas de sus lecciones más importantes se pueden resumir en reglas simples:

Estrategias basadas en capital. En concreto, los inversores que buscan replicar su éxito a largo plazo deberían centrarse en empresas con alto valor intangible y calidad.

Es importante destacar que este enfoque no se limita al contexto único de Berkshire. Puede implementarse utilizando componentes básicos de factores simples y de largo plazo en la mayoría de los principales sectores, tamaños y geografías, lo que hace que la sabiduría atemporal de Buffett sea más accesible que nunca.



Kai Wu

Fundador y director de TI, Sparkline Capital LP

Kai Wu es el fundador y director de inversiones de Sparkline Capital, una empresa de gestión de inversiones que aplica aprendizaje automático y computación de última generación para descubrir alfa en conjuntos de datos grandes y no estructurados.

Antes de Sparkline, Kai cofundó y cogestionó Kaleidoscope Capital, un fondo de cobertura cuantitativo en Boston. Junto con otro socio, logró que Kaleidoscope alcanzara los 350 millones de dólares en activos provenientes de inversores institucionales. Kai gestionó conjuntamente todos los aspectos de la empresa, incluyendo tecnología, inversiones, operaciones, operaciones comerciales, relaciones con inversores y contratación.

Anteriormente, Kai trabajó en GMO, donde formó parte del equipo de asignación de activos de Jeremy Grantham, con un presupuesto de 40 mil millones de dólares. También colaboró estrechamente con los equipos de renta variable y macroinversión de la firma en Boston, San Francisco, Londres y Sidney.

Kai se graduó de Harvard College Magna Cum Laude y Phi Beta Kappa.

Definiciones de factores

Utilizamos las definiciones de Fama-French para los cinco factores tradicionales. Las definiciones completas de MKT-RF, SMB, HML y RMW están [aquí](#) y la [definición](#) de MOM está [aquí](#). Construimos [IHML](#) de la siguiente manera:

IHML (Intangible High Minus Low) es el rendimiento promedio de las dos carteras de alto valor intangible menos el rendimiento promedio de las dos carteras de bajo valor intangible.

$$\text{IHML} = \frac{1}{2} (\text{Pequeño Valor Intangible Alto} + \text{Gran Valor Intangible Alto}) - \frac{1}{2} (\text{Pequeño Valor Intangible Bajo} + \text{Gran Valor Intangible Bajo})$$

El universo Big está compuesto por las 1000 acciones estadounidenses con mayor capitalización bursátil, mientras que el universo Small está compuesto por las siguientes 2000. El universo High Intangible Value está compuesto por el 33 % superior y el universo Low Intangible Value está compuesto por el 33 % inferior de las acciones del universo correspondiente. Las carteras están ponderadas por capitalización.

**La réplica del Alfa de Buffett** La sección “Análisis factorial de Berkshire” se inspira en un conocido artículo elaborado por investigadores de la firma de inversión AQR llamado [Alfa de Buffett](#). En este artículo, [los autores realizaron](#) un análisis similar de la cartera de acciones de Buffett pero con los factores preferidos de AQR.

Además de utilizar formulaciones ligeramente diferentes de los factores estándar, AQR introduce un nuevo factor, Beta Baja (Betting Against Beta, o BAB), que favorece las acciones con menor riesgo estadístico (es decir, beta) según los rendimientos históricos. En la siguiente gráfica, incorporamos el factor Beta Baja de AQR a nuestro modelo (panel inferior), comparando los resultados con nuestro modelo original (panel superior).

Anexo A1

Tabla de resumen de factores de Buffett (modelo de 7 frente a 6 factores)

| 6-Factor Models            | (1)   | (2)   | (3)   | (4)   |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Setup                      |       |       |       |       |
| Start Date                 | 1978  | 1995  | 1978  | 1995  |
| Sector Controls            |       |       | Yes   | Yes   |
| Betting Against Beta (BAB) |       |       |       |       |
| Coefficients               |       |       |       |       |
| Market (MKT-RF)            | 0.88  | 0.96  | 0.91  | 1.01  |
| Small-Cap (SMB)            | 0.01  | -0.14 | 0.03  | -0.09 |
| Value (HML)                | 0.24  | 0.25  | -0.06 | -0.04 |
| Momentum (MOM)             | -0.06 | -0.05 | -0.06 | -0.06 |
| Quality (RMW)              | 0.26  | 0.27  | 0.13  | 0.14  |
| Intangible Value (IHML)    | 0.14  | 0.21  | 0.18  | 0.21  |
| Betting Against Beta (BAB) |       |       |       |       |
| 7-Factor Models            | (5)   | (6)   | (7)   | (8)   |
| Setup                      |       |       |       |       |
| Start Date                 | 1978  | 1995  | 1978  | 1995  |
| Sector Controls            |       |       | Yes   | Yes   |
| Betting Against Beta (BAB) | Yes   | Yes   | Yes   | Yes   |
| Coefficients               |       |       |       |       |
| Market (MKT-RF)            | 0.92  | 0.98  | 0.93  | 1.01  |
| Small-Cap (SMB)            | 0.01  | -0.13 | 0.03  | -0.09 |
| Value (HML)                | 0.23  | 0.24  | -0.05 | -0.04 |
| Momentum (MOM)             | -0.11 | -0.08 | -0.09 | -0.06 |
| Quality (RMW)              | 0.22  | 0.25  | 0.12  | 0.13  |
| Intangible Value (IHML)    | 0.13  | 0.20  | 0.17  | 0.21  |
| Betting Against Beta (BAB) | 0.16  | 0.09  | 0.10  | 0.01  |

Fuente: Berkshire Hathaway, SEC, S&P, Ken French, AQR, Sparkline. Coeficientes de una regresión de los siete factores (y controles sectoriales) sobre la rentabilidad de la cartera de acciones de Berkshire, estimados a partir de las posiciones de los registros regulatorios y los informes anuales. Los controles sectoriales utilizan 12 carteras sectoriales de Ken French. Las variables estadísticamente significativas al 1% se muestran en negrita. Las barras de datos se truncan en -0,3 y 0,3. Las contribuciones a la rentabilidad se basan en

Cargas factoriales superiores. El exceso de rentabilidad total es la rentabilidad de Berkshire neta de la exposición a la beta del mercado. Las rentabilidades sectoriales se suman en todas las carteras de la industria. El alfa es el exceso de rentabilidad total menos la suma de las contribuciones de los factores. Sin costes de transacción ni financiación. Consulte la información importante sobre backtesting a continuación. Rentabilidades diarias al 30/04/2025.

En términos generales, los resultados son los mismos independientemente de si incluimos o no el factor Beta Bajo. En las cuatro especificaciones, los seis factores originales conservan coeficientes entre -0,04 y +0,04 de sus valores iniciales tras añadir Beta Bajo. En cuanto al factor Beta Bajo en sí, es significativo en la primera columna, pero pierde significancia al añadir controles sectoriales y centrarse en el período más reciente.

#### Descargo de responsabilidad

Este documento tiene fines exclusivamente informativos y no constituye una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor, ni debe interpretarse como asesoramiento legal o fiscal. Las referencias a valores y estrategias son solo ilustrativas y no constituyen recomendaciones de compra o venta. La información de este informe no debe utilizarse como base para ninguna decisión de inversión.

No garantizamos la exactitud ni la integridad de la información contenida en este informe, incluyendo datos de fuentes externas. Este documento puede contener declaraciones o proyecciones prospectivas basadas en nuestras opiniones actuales e información que se considera razonable en ese momento. Sin embargo, dichas declaraciones implican necesariamente riesgo e incertidumbre y no deben utilizarse como base para decisiones de inversión. Las opiniones expresadas son válidas a la fecha de publicación y están sujetas a cambios en cualquier momento.

#### Información sobre backtests:

El rendimiento mostrado refleja el rendimiento del modelo simulado que un inversor podría haber obtenido si hubiera invertido de la forma mostrada, pero no representa el rendimiento que ningún inversor haya obtenido realmente. Este rendimiento no representa ninguna estrategia o producto de inversión real y se proporciona únicamente con fines informativos.

El rendimiento hipotético tiene muchas limitaciones importantes y puede no reflejar el impacto de factores económicos y de mercado materiales si los fondos realmente se gestionaran de la manera mostrada.

El rendimiento real puede diferir sustancialmente del rendimiento del modelo simulado.

El rendimiento simulado puede prepararse con la ventaja de la retrospectión, y los cambios en la metodología pueden tener un impacto significativo en los rendimientos simulados presentados.

El rendimiento del modelo simulado se ajusta para reflejar la reinversión de dividendos y otros ingresos. Simulaciones que

Los costos de transacción estimados incluyen el pago del diferencial histórico entre oferta y demanda y \$0.01 en comisiones. Las comisiones, gastos y costos de transacción simulados no representan los costos reales pagados.

Las rentabilidades de los índices se muestran únicamente con fines informativos o como base de comparación. Los índices no están gestionados y no reflejan comisiones de gestión ni de negociación. No se puede invertir directamente en un índice. índice.

No se garantiza la razonabilidad de la metodología empleada ni que se hayan considerado en detalle todas las metodologías empleadas para obtener los rendimientos. No se puede garantizar que dicho rendimiento hipotético se pueda lograr en el futuro. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros.