

# Peregrinación a Omaha

Reflexiones Junta General de Accionistas Berkshire Hathaway 2017

Barcelona, 15 de mayo de 2017

*"I think we have one big advantage. A lot of other people are trying to be brilliant, we're just trying to stay rational."*

Charlie Munger, Omaha 6 de mayo de 2017

## Introducción<sup>1</sup>

La zona de Omaha, punto neurálgico del 'corn belt', se levanta sobre el acuífero más grande de Estados Unidos. No sorprende que Nebraska sea un estado agrícola que, durante años, rivalizó con los potentes mercados de futuros de Chicago como principal plaza comercial para el ganado. Se trata de un Estado alejado de los focos de poder de Washington y Wall Street, con una economía saneada, de ambiente tranquilo y familiar. Nebraska ofrece un potente contraste tanto con la imagen que suelen proyectar de Estados Unidos las grandes ciudades costeras, como con la imagen decadente que se suele asociar con el medio oeste americano, demostrando que entre ambas costas Estados Unidos alberga un variado y rico mosaico.

En Omaha, la ciudad más importante de este estado con poco más de un millón de habitantes, es donde se sitúa la sede corporativa de Berkshire Hathaway, el vehículo inversor de **Warren Buffett** (86) convertido ya en leyenda viva del mundo de la inversión y un potente referente a nivel global.

Tanto Buffett como **Charlie Munger** (93) son dos auténticas *raras avis*, muy lejos de los estereotipos que a veces se tiene –(mejor dicho, se quiere proyectar)– de la industria. El secreto de ambos comúnmente reconocido hoy por todos, ha sido la gran habilidad de apostar por una manera de invertir, un método y unos valores, y mantener el rumbo.

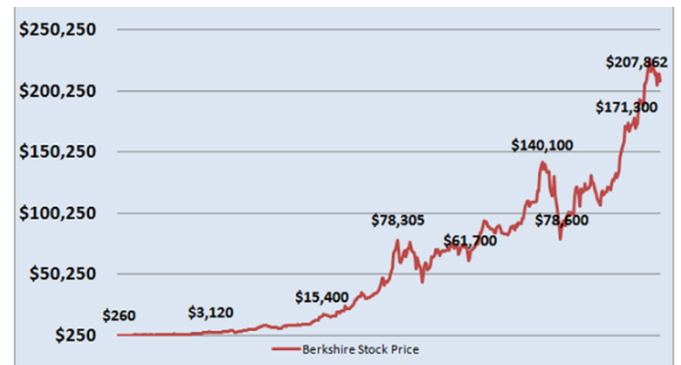
Ambos son naturales de Omaha, se educaron en un colegio público a pocas millas de donde hoy se celebra la concurrida Junta de Accionistas, ambos acumulan una dilatada trayectoria dedicada a la inversión: 54 años desde

<sup>1</sup> El presente documento ha sido elaborado por **Luis Torras** (@TorrasLuis), analista de **Panda Agriculture & Water Fund, FI**.

que Buffett tomará las riendas de BKR, entonces a 19\$ la acción, acciones que hoy tienen un valor equivalente a 245.000\$.

Este exitoso y continuado retorno en el largo plazo unido a unos valores de inversión claros y reconocibles, que han generado escuela (ya iniciada antes por **Benjamin Graham**<sup>2</sup>), les ha convertido en verdaderas referencias no únicamente dentro del mundo de la inversión, sino también en el ámbito de la gestión empresarial (como buen '*value investor*', para Buffett al final las empresas son personas y buena gestión, una de las obsesiones del Oráculo de Omaha<sup>3</sup>).

## Evolución precios acciones (clase A) \$BKR



Evolución de las acciones de la serie A de Berkshire Hathaway desde el año 1980 hasta nuestros días, una progresión impresionante.

## I. Una verdadera celebración

A Omaha no se va, se peregrina. Miles de inversores de todo el mundo se dan cita en esta localidad el primer sábado de Mayo del año para la concurrida Junta de Accionistas que acaba siendo una verdadera *masterclass* sobre inversión, finanzas y gestión empresarial. La junta aún elementos de fiesta (cuenta con su propio folklore y no sin razón recuerda a un *Woodstock para capitalistas*<sup>4</sup>),

<sup>2</sup> **Roger Lowenstein**, *Buffett. The Biography*, Duckworth, 2008, pp. 36-59. Véase **Benjamin Graham**, *El inversor inteligente*, Deusto, 2016.

<sup>3</sup> **Yefei Lu**, *Inside the Investments of Warren Buffett*, Columbia Business School, 2016, pp. 260-62.

<sup>4</sup> **Pablo Martínez Bernal**, "Woodstock para capitalistas", *Expansión*, 8 de mayo de 2017.

es el gran acto de relaciones públicas de la compañía, pero sobretodo para Buffett es una manera de conectar con los accionistas, el verdadero motor y razón de ser de Berkshire Hathaway como él mismo ha expresado en más de una ocasión.

La liturgia de la jornada empieza con un video en clave de humor en donde se alternan anuncios promocionales de algunas de las participadas de la compañía con gags en donde Buffett/Munger, acompañados en muchos casos por estrellas mediáticas, hacen sketches riéndose de ellos mismos: Buffett haciéndole una oferta a un poco amigable **Walter White**, protagonista de *Breaking Bad*, delante de su 'motor-home' para comprarle el chiringuito (llamada de consulta a Munger incluida), o atreviéndose a un dueto con **Paul Anka**.



Junta de accionistas de BKR en 1990, con 1.200 accionistas. En 2017 fueron 40.000, pero el formato sigue siendo el mismo. Constancia y sencillez han sido dos de las enseñanzas del tándem.

Tras este breve acto de apertura inicial, –que se cierra con una versión adaptada del Sgt. Pepper's (en este caso, Sgt. Buffett's)–, toma la palabra Buffett que, de nuevo de forma muy breve resume la evolución de la compañía. Pese a que se trata de una Junta con más de 40.000 accionistas acreditados, se trata de un acto austero y simple en las formas. Una sencilla mesa cubierta con una lona oscura y dos sillas preside el escenario. Detrás dos pantallas donde se proyectan cuatro diapositivas que son las que necesita Buffett para comunicar los resultados del holding valorado en más de 400.000 millones de dólares. El Consejo, en donde se incluye a **Bill Gates**, ocupa la primera fila, todos ellos sentados en sillas de plástico, y a quién Buffett presenta y agradece su esfuerzo al inicio de su intervención.

A partir de entonces todo el protagonismo es para los accionistas, para Buffett los verdaderos protagonistas de la Junta. Se inicia así una maratónica sesión de Preguntas y Repuestas (Q&A), en donde participan tanto accionistas

(previa solicitud) como algunos de los grandes periodistas y analistas que cubren Wall Street, que se alarga algo más de 5 horas.

Buffett lleva la voz dominante, dando paso a Munger en cada pregunta por si quiere apostillar algo. Las preguntas abordan desde revisar decisiones de inversión pasadas, la rentabilidad de cada uno de los negocios, el método de inversión en valor, o riesgos y sectores interesantes de cara a futuro.

### Resumen cartera participadas

Shares*	Company	Percentage of Company Owned	12/31/16	
			Cost**	Market
(in millions)				
151,610,700	American Express Company .....	16.8	\$ 1,287	\$ 11,231
61,242,652	Apple Inc. ....	1.1	6,747	7,093
6,789,054	Charter Communications, Inc. ....	2.5	1,210	1,955
400,000,000	The Coca-Cola Company .....	9.3	1,299	16,584
54,934,718	Delta Airlines Inc. ....	7.5	2,299	2,702
11,390,582	The Goldman Sachs Group, Inc. ....	2.9	654	2,727
81,232,303	International Business Machines Corp. ....	8.5	13,815	13,484
24,669,778	Moody's Corporation .....	12.9	248	2,326
74,587,892	Phillips 66 .....	14.4	5,841	6,445
22,169,930	Sanofi .....	1.7	1,692	1,791
43,203,775	Southwest Airlines Co. ....	7.0	1,757	2,153
101,859,335	U.S. Bancorp .....	6.0	3,239	5,233
26,620,184	United Continental Holdings Inc. ....	8.4	1,477	1,940
43,387,980	USG Corp. ....	29.7	836	1,253
500,000,000	Wells Fargo & Company .....	10.0	12,730	27,555
	Others .....		10,697	17,560
	Total Common Stocks Carried at Market ....		\$ 65,828	\$ 122,032

## II. Algunas reflexiones

Aprovechando nuestra asistencia a la Junta, y sin ánimo de ser exhaustivos, nos permitimos ahora compartir con nuestros partícipes, clientes, compañeros y seguidores, algunas de las reflexiones extraídas de las 5 horas escuchando al *Oráculo de Omaha*.<sup>5</sup>

### Reconocer errores

Rectificar es de sabios, reza el refrán; pero para ello es imprescindible reconocer, con carácter previo, el error. Una práctica que en el mundo corporativo no siempre es tan habitual donde a veces es más fácil y tentador simplemente justificarse o buscar excusas. Sin espavientos ni gesticulación, Buffett/Munger reconocieron sus equivocaciones de manera abierta y directa ante muchas de las preguntas de manera sorprendentemente natural, tratando el error (especialmente dentro de la función inversora) como lo que es: un aspecto consustancial e inseparable de la actividad empresarial.

<sup>5</sup> Con motivo del 50 aniversario de Berkshire, el analista de EXANE BNP Paribas, Santiago López, publicó un magnífico texto sintetizando algunas ideas del pensamiento de Buffett (enriquecidas por el propio López). Véase **Santiago López**, "Omaha: the 50th Anniversary Jamboree": <https://www.rankia.com/blog/bolsa-al-dia/2780420-omaha-the-50th-anniversary-jamboree>

Se trata de una efectiva manera de ganar enteros en credibilidad y transparencia, sobretodo si como Buffett/Munger realmente se sabe realizar este ejercicio con naturalidad.<sup>6</sup> Buffett recuerda que es esencial llevar este ejercicio de forma rápida; no reconocer errores a tiempo condiciona poder llevar a cabo buenas decisiones de inversión.

En la junta se recordaron las declaraciones de Buffett en 1991 delante de una comisión de investigación en el Capitolio derivada de la fuerte crisis bancaria de 1991. Buffett declaró en su condición de CEO de Salomon Brothers, de forma franca y sin dar excusas, reconociendo equivocaciones y responsabilidades, iniciando su intervención pidiendo disculpas y ofreciendo una colaboración abierta con los poderes públicos para depurar responsabilidades y tomar las medidas necesarias para no repetir estas mismas malas prácticas en el futuro.<sup>7</sup> Unas imágenes que contrastan con muchas de las comparecencias que tuvieron lugar tras la Gran Crisis Financiera.

Munger, por su parte, también recordó otros errores importantes (en este caso por no invertir), como no ir a la OPV de Google, Facebook o Wal-Mart.

### Los incentivos importan

Los sistemas de incentivos son tremendamente delicados, nos dice Buffett. Su diseño siempre es complejo y nunca es fácil calcular cuales serán definitivamente los comportamientos y conductas resultantes.

Esto es especialmente cierto en sectores complejos y altamente regulados como la Banca.

En el pasado, empezando por Wells Fargo, malos sistemas de incentivos han originado practicas entre los directivos contrarias a la buena marcha y rentabilidad de la compañía; por ejemplo, cuando se incentivó en exceso el "cross-selling", estableciendo métricas que vinculaban la retribución de los directivos en este sentido. Lo cierto es que la mejora en este indicador no significaba necesariamente una mejora en la rentabilidad ajustada a riesgo de la entidad, lo que fue el origen de no pocos

problemas.<sup>8</sup> Por eso, recuerdan los sabios de Omaha, todo sistema de incentivos debe incorporar resortes y controles que permitan seguir de cerca las prácticas y comportamientos que generan en la organización y poder corregirlos a tiempo si fuera el caso.

### Visión largo plazo

Seguramente resulte evidente y se ha repetido ya otras veces, pero es necesario incluir esta reflexión por la presencia casi omnipresente durante toda la junta. Se trata de una constante para Buffett/Munger. Por eso, entre otras cosas, ambos inversores reconocen perder muy poco tiempo en el análisis de beneficios/pérdidas en periodos cortos. Tampoco en realizar estimaciones y predicciones de ingresos en el corto, medio plazo, que nunca resultan verdaderas, sino que prefieren centrar su atención en la evolución largo plazo que pueda tener el negocio y el precio de adquisición.

Para ambos los aspectos de la coyuntura económica son poco relevantes y lo importante es dar con negocios que tengan el potencial de mejorar en sus fundamentales en el horizonte largo plazo. Respecto a la poca importancia del entorno, Buffett llegó afirmar: "*There will be an occasional hiccup in the American economy. It doesn't matter who is president*".<sup>9</sup> En declaraciones a CNBC en 2011 se expresaba en el mismo sentido con respecto a las políticas de la Fed: "*No creo que si viene Ben Bernanke y me dice que va hacer X, Y o Z yo vaya a cambiar mi opinión sobre el negocio en el que quiero invertir*".<sup>10</sup>

No de casualidad también, el método de inversión de Buffett se centra (principalmente) en el crecimiento y consistencia en los ingresos en el largo plazo.<sup>11</sup>

### Información de calidad (y pegada al terreno)

Contar con información rigurosa, de calidad, es un requisito fundamental para cualquier inversor.<sup>12</sup> En una de sus intervenciones, Buffett hizo gala de su fina inteligencia

<sup>8</sup> Lu (2016), pp. 169-179.

<sup>9</sup> A este respecto, Buffett remarcó que las bajadas de impuestos recientemente prometidas por el Presidente Trump pueden "incentivar" puntualmente las ventas, pero no alteran los modelos de negocio de la compañías.

<sup>10</sup> *Escuchando al oráculo. Warren Buffett en sus propias palabras*, Agate Publishing, 2014, p. 22. Edición especial en español con el motivo del 25 aniversario de EDM 1989-2014.

<sup>11</sup> Lu (2016), pp. 256-58. Véase también **Mary Buffett** y **David Clark**, *Warren Buffett y la interpretación de los estados financieros*, Gestión 2000, 2008, pp. 109-11.

<sup>12</sup> Lu (2016), pp. 254-56.

<sup>6</sup> Este ejercicio de transparencia, en Estados Unidos se habla a veces de 'getting naked'. Véase **Patrick Lencioni**, *Getting Naked: A Business Fable About Shedding The Three Fears That Sabotage Client Loyalty*, Jossey-Bass, 2010.

<sup>7</sup> [https://www.youtube.com/watch?v=OOR\\_9L\\_D2Yk](https://www.youtube.com/watch?v=OOR_9L_D2Yk)

cuando destacó la importancia que tiene para él, un indicador dijo fundamental, los inputs recogidos por las 'hot-lines', líneas de teléfono en el que los clientes o trabajadores de una compañía pueden expresar sus quejas de forma anónima. Berkshire dispone de cerca de 4.000 de estas líneas, entre teléfonos para empleados o clientes, que permiten un contacto directo con la realidad del terreno y contar con inputs sobre el negocio por una vía distinta a la de los grandes clientes, proveedores y directivos de la empresa (reflexión en línea con el carácter disperso del conocimiento que describió **F.A. Hayek**<sup>13</sup>). No se trata de un sistema perfecto, pero sí una especie de "alarma temprana" si se sabe gestionar bien, explicaba Buffett. Lo mismo sucede con cartas anónimas, 3-4, a lo largo de nuestra carrera, han propiciado cambios profundos en la manera de operar.

### Más importante que el 'compliance', es la confianza

Preguntado sobre la creciente regulación bancaria, Buffett destacó que más importante que el 'compliance', es la confianza en las personas dentro de la organización. Buffett volvió a recordar algunos errores como cuando, reconocido que (en este caso Wells Fargo) atravesaba problemas y había realizado inversiones que podrían resultar fallidas se acordó comunicarlo a la Fed, un acuerdo que luego el CEO incumplió al comunicar el tema al regulador tarde. Un mensaje que casa bien con la idea de que, en el sector bancario, tremendamente complejo, es mucho más importante la supervisión que la regulación.

### Humor e ironía son potentes armas

"Ben Franklin, que trabajó con nosotros, [...]" decía Buffett para introducir una cita de uno de los 'Founding Fathers'. Se trata de tan solo una de las decenas de muestras que dieron ambos sobre el fino arte de saberse reír de uno mismo. La ironía y el sentido del humor de Munger, consistente en sus pocas y socarronas intervenciones, demuestran que estas son dos grandes herramientas para una comunicación efectiva.

### Evitar "cantos de sirena"

Si algo admiran los dos sabios de Omaha es la disciplina) y constancia: disciplina para conocer cuál es tu "área de bateo", conocido técnicamente como "círculo de

competencia", es decir, qué se te da bien, y ceñirse a eso "desoyendo todo lo demás"; constancia para seguir este método a lo largo del tiempo de forma consistente, algo muy bien expresado en palabras del propio Munger:

*"I think we have one big advantage. A lot of other people are trying to be brilliant, we're just trying to stay rational."*

El control y la disciplina, al final, acaba siendo lo más importante para evitar perder dinero (el gran mandamiento de Buffett para cualquier buen inversor). Tener método es la mejor manera de "atarse al mástil" y no dejarse llevar por *cantos de sirena*, una de las grandes cualidades de cualquier inversor.<sup>14</sup>

En este sentido, parte fundamental del éxito del tándem de Nebraska deriva de su capacidad de haber sabido identificar en qué eran buenos, y evitar salirse de esta zona de bateo (no te inviertas nunca en nada que no entiendas, recuerda Buffett a menudo). En línea con la última cita de Munger, Buffett ya destacaba la importancia de mantenerse "sobrio en el mercado", –no dejarse llevar por el "efecto manada"–, a la revista Forbes en 1974:

*"En el mercado tratas con un montón de gente estúpida; estas en un Casino donde todo el mundo está empujando codo. Si puedes seguir tomando Pepsi, te debe de ir bien."*<sup>15</sup>

### La importancia de la gestión

Un aspecto fundamental de Buffett (durante toda su trayectoria), ha sido su atención a la buena gestión, una dimensión genuinamente de Buffett y no tan presente en otros inversores en valor como Graham o **Walter Schloss**. Buffett empezó su intervención tras un video musical con el principal objetivo de reconocer la labor de los distintos directivos que pilotan cada una de las compañías que controla el holding. A Buffett le gusta trabajar con buenos gestores, personas de confianza, que suelen luego tener una muy dilatada trayectoria trabajando con él. Una de las variables más importantes para evaluar esta buena capacidad de gestión es el éxito del gestor en el área de operaciones.

<sup>14</sup> **Georg von Wallwitz**, *Ulises y la comadreja*, Acantilado, 2013, pp. 10-11; con prólogo de **Eusebio Díaz-Morera**.

<sup>15</sup> *Escuchando al oráculo* (2014), p. 36. El psicólogo **Daniel Kahneman** ha estudiado muchas de estas "estupideces" del mercado de manera académica en un libro altamente recomendable, *Thinking Fast and Slow*, Allen Lane, 2011.

<sup>13</sup> **F. A. Hayek** (1945). "The Use of Knowledge in Society," *American Economic Review*, 35(4), pp. 519–30.

### III. Lecturas adicionales

Cerramos esta breve reflexión incluyendo algunas lecturas adicionales sobre el mundo que rodea la llamada inversión en valor y la figura de **Warren Buffett**. Una buena lectura iniciática al mundo de la inversión es la del clásico *El inversor inteligente* de **Benjamin Graham** (mentor de Buffett). Con un ángulo más general y de marcado carácter divulgativo destaca *Ulises y la comadreja*, de **Georg von Wallwitz**, editado por Acantilado, que constituye (como reza el propio subtítulo de la obra) *una simpática introducción a los mercados financieros*. También son buenas puertas de entrada al mundo de la inversión en valor *El pequeño libro de la inversión en valor*, de **C.H. Browne** y *Invirtiendo a largo plazo* de **Francisco García Paramés**, ambos editados por Deusto.

De las muchas de la biografías que existen sobre Buffett, **Bill Gates** destaca como la mejor el libro *Buffett. The Biography* del periodista **Roger Lowenstein**. De **Charlie Munger**, la mejor biografía probablemente sea la de **Tren Griffin**, *Charlie Munger: The Complete Investor*. De forma más específica con respecto al método de inversión del oráculo destaca el libro técnico *Inside the Investments of Warren Buffett*, de **Yefei Lu**, o *Buffettología y Warren Buffett y la interpretación de los estados financieros*, de **Mary Buffett** (antigua nuera de Buffett) y por **David Clark**.

Existe una edición de **Lawrence A. Cunningham** con una selección de las mejores caras anuales publicadas por el propio Buffett en *The Essays of Warren Buffett* y, también del mismo **Cunningham**, *Berkshire Beyond Buffet: The Enduring Value of Values*, sobre el emblemático vehículo inversor.

### Información de contacto

**Panda Agriculture & Water Fund, FI** es un fondo de inversión gestionado por Gesiuris Asset Management, S.G.I.I.C. S.A.

Rambla Catalunya 38, planta 9.  
08007, Barcelona, España.

Web: <http://gesiuris.com/fondosinversion/>  
e-mail: [info@pandaagriculturefund.com](mailto:info@pandaagriculturefund.com)  
twitter: [@PandaAgricultur](https://twitter.com/PandaAgricultur)