



ARGOS

VALUE FUND

CARTA A LOS ARGONAUTAS- MARZO 2020

León a 1 de Marzo de 2020

Queridos Argonautas:

El 16 de Diciembre de 2010 inició su camino el fondo anterior con un valor liquidativo de 10€ por participación. A 30 de Noviembre de 2018 representaba una ganancia del +38,23% sobre el valor inicial y desde el 1 de Diciembre de 2018 hemos continuado la ruta en el fondo **ESFERA I ARGOS** (en adelante “Argos”). A 29 de Febrero el valor liquidativo- histórico- es de 13,407870€ (o, en liquidativo del ARCA: 96,611243€) lo que deja la rentabilidad histórica en **+34,08%** y en lo que va de año en **-11,48%**. El mes de Febrero ha sido negativo- con sus vaivenes- para los mercados y algo mejor para el Argos ampliándose el diferencial desde el inicio real. Al igual que en otras ocasiones los movimientos a corto plazo sólo sirven de distracción. La situación sigue complicada y por ello seguimos concentrados en el margen de seguridad y lo que os pueda insistir en la disciplina inversora sigue siendo fundamental.

La siguiente tabla compara el valor liquidativo del Argos con los principales índices:

	IBEX 35	Ibex35 con div	IGBM TOTAL	S&P 500div	EuroStoxx50 div	ARGOS ARCA GLOBAL A
De inicio a 29-02-2020	-12.86%	+34.96%	+40.04%	+187.89%	+62.64%	+34.08%

Si hacemos la comparación viéndola en euros, tenemos que 100.000 euros invertidos en los índices o en Argos serían a esa misma fecha:

	IBEX 35	Ibex35 con div	IGBM TOTAL	S&P 500div	EuroStoxx50 div	ARGOS ARCA GLOBAL A
De inicio a 29-02-2020	87.142,24	134.960,92	140.043,90	287.891,91	162.642,65	134.078,70

Los datos de los índices están ajustados por dividendos y splits. Los datos de Argos Arca Global A son después de comisiones y gastos. Datos no auditados. Fuente www.finance.yahoo.com y www.bolsasymercados.es

COMENTARIO GENERAL

“Sin embargo, los tres primeros minutos están tan lejos de nosotros en el tiempo, las condiciones de temperatura y densidad son tan poco familiares, que nos sentimos incómodos al aplicar nuestras teorías ordinarias de la mecánica estadística y la física nuclear.

Esto ocurre a menudo en física: nuestro error no reside en tomar demasiado en serio nuestras teorías, sino en no tomarlas suficientemente en serio. Siempre resulta difícil percatarse de que estos números y ecuaciones con los que jugamos en nuestros escritorios tienen alguna relación con el mundo real.”

*Los tres primeros minutos del Universo- Steven Weinberg
E. Lectulandia- preparado por Patricio Barrios, 1977, pág- 178*

“El Wall Street Journal informaba el 1 de Enero, ‘pocos ven el rally alcista terminando en el corto plazo’. Ése es el problema. Es la naturaleza humana el conformarse; pero aún así los inversores que se merecen ese nombre DEBEN regularmente ser contrarios [contrarians en inglés]. La masa en estampida no está simplemente algo equivocada: ocasionalmente- y normalmente en situaciones críticas como la víspera de la Crisis Financiera Global- está diametralmente errada. Por consiguiente, el seguimiento ciego de la masa eventualmente produce grandes pérdidas y racionalmente se desafía el que puedan lograr recompensas estimables. Los medios de inversión son simples: compra barato, recoge los dividendos y, si la oportunidad aparece, vende caro. Así también son sus fines: beneficios consistentes y constante crecimiento del capital. Los mercados bajistas- y la incertidumbre y a veces pánico que los acompañan- ofrecen oportunidades para comprar títulos de calidad de forma barata. Consecuentemente, es un sinsentido temerlos. Un corolario es que los inversores deberían ignorar el alborozo de los mercados alcistas. En esos momentos normalmente no compran acciones. Más bien al contrario: tienden a venderlos.”

Chris Leithner- Letter Mar, 26- 2020

“Hablemos, por último, de las políticas monetarias enloquecidas. Sometidos a una falsa sensación de seguridad que no es más que una ilusión de control, los banqueros centrales han tratado de eliminar los ciclos económicos, que se producen al menos desde los tiempos de la Biblia, con los proverbiales siete años de vacas gordas seguidos de los siete años de vacas flacas. Sin embargo, los ciclos son naturales – por cuanto el hombre es falible y el futuro impredecible - e indispensables, ya que recompensan el acierto, la visión, la inteligencia y el comportamiento correcto y castigan la imprudencia, la codicia excesiva, la miopía, el error predictivo o la estupidez. Los ciclos traen dolor, y el dolor provoca el cambio necesario. Así es como funciona la naturaleza humana.

Debido a la naturaleza caída del hombre, los incentivos son esenciales para corregir el mal a largo plazo, y parte esencial de un sistema de incentivos es asumir las consecuencias de nuestros actos. Sin embargo, la represión financiera de las políticas de tipo de interés cero o negativo, que se verá en el futuro con consternación y se juzgará como una huida de la realidad basada en la arrogancia, ha dañado gravemente dicho sistema de incentivos, destruido el mecanismo de precios, distorsionado gravemente el valor de los activos y creado una fantasía en la que los errores no se corrigen, las adicciones no se curan, los problemas no se resuelven y sus consecuencias se amplifican.”

*Fernando del Pino Calvo-Sotelo
El Estado de Bienestar y la decadencia de la democracia- 26-2-2020*

“Pregunta: *Si estuviera investigando una nueva empresa de la que nunca hubiera oído hablar, ¿Cómo sería su proceso de investigación y cuánto tiempo le dedicaría? Si alcanza una estimación del valor intrínseco y la compañía fuera cara, ¿continuaría siguiendo la empresa de cerca y continuaría investigándola o sería más bien alcanzar una valoración más o menos rápida y si no está barata pasaría a otra? ¿Cómo reparte el tiempo que dedica a las compañías?*

Charlie Munger: Bueno, si es tecnología complicada yo tiendo a dejársela a otros. Puede haber alguna variación ocasional en esto, pero básicamente yo no lo hago.

Quiero pensar en cosas en las que tengo una ventaja respecto a otras personas. No quiero jugar a un juego en el que las demás personas tienen una ventaja sobre mí. Así que si tienes una compañía farmacéutica y estás intentando adivinar qué nueva droga va a ser inventada, yo no tengo ventaja. Otras personas son mejores en eso que yo. Yo no juego a un juego donde los demás son sabios y yo soy el estúpido. Yo busco un lugar donde yo sea el sabio y ellos sean los estúpidos. Y creedme, funciona mejor.

Dios bendiga a nuestros estúpidos competidores. Ellos nos hacen ricos. Esa es mi filosofía. Tienes que conocer el límite de tu propia competencia. Tienes que saber cuándo es demasiado complicado para ti. Yo soy muy bueno sabiendo cuando no puedo manejar algo.”

Charlie Munger- Daily Journal Meeting Transcript 2020, pág 23

En la sección “Varios”, tenéis la comparativa frente a los índices desde que hemos cambiado de navío, aunque seguiré dando más importancia al histórico de largo plazo.

En este mes de Febrero ha sido, como sabéis, bastante negativo en los mercados- el S&P500 en este caso ha sido el de peor comportamiento- y ligeramente menos para el Argos. Durante el mes empezamos con peor comportamiento que los mercados, pero en cuanto se han disparado los temores respecto a los efectos que el coronavirus COVID-19 pueda tener sobre las economías, las bolsas han tenido un comportamiento bastante peor que nosotros. Por dos motivos, el principal que teníamos una liquidez significativa (a final de mes incluso hemos sido capaces de incrementarla, como veréis al final de la Carta) lo que supone un cierto “colchón de seguridad” ... cuando todo cae, cae todo menos el efectivo. Por otro lado, nuestras empresas en general, han tenido comportamientos dispares... algunas cayendo con más fuerza y otras, al revés, aguantando o manteniéndose relativamente sin problemas. En una de ellas, por ejemplo, estuvo aguantando perfectamente- incluso había estado subiendo- pero al final de mes presentó un *profit warning* (un aviso de previsión de menores ingresos y beneficios para este ejercicio) y en ese día cayó más de un veinticinco por ciento... cosa, que como saben los argonautas de los que tengo sus datos de contacto, aprovechamos para comprar más.

Steven Weinberg fue un astrónomo ateo del siglo XX... un gran astrónomo quien, al final de su libro, viendo que lo que la física mostraba era que la evolución del Universo terminaría en una situación donde todas las galaxias y estrellas se habrán apagado y sólo quedará un enorme espacio vacío y frío, se lamentaba por el absurdo que le parecía haberse creado tantas maravillas en el Big Bang para quedar, en un futuro muy lejano, en nada. Evidentemente, dicha conclusión muestra claramente los límites de la Ciencia que no puede alcanzar a conocer ni los porqués ni los fines e intenciones y sólo ha de contentarse con estudiar y comprender la materia y sus actividades, realizadas por las cuatro fuerzas que afectan a la materia desde el mismo inicio del Big Bang: la gravitatoria y electromagnética y la nuclear débil y nuclear fuerte. Lo que escape a la explicación que esas cuatro fuerzas puedan dar... NO es materia y no puede provenir de la materia, como tan bien explicaba el recién fallecido Padre Manuel Carreira, S.J., teólogo, filósofo y astrofísico.

Pero no son las dudas de Weinberg las que nos ocupan ahora, sino la cita en la que desde el punto de vista del físico nos vemos parcialmente reflejados como inversores: a veces resulta difícil percatarse que esos números que se mueven en la pantalla del ordenador de forma casi caótica y que son las cotizaciones de los títulos que cotizan en la bolsa de valores (tanto de renta fija como, más habitual

para nosotros, de renta variable) tienen algo que ver con el mundo real. Y sin embargo lo tienen. No quiero indicar con ello que la información, las señales que el mercado nos esté dando con esas cotizaciones diarias y en tiempo real tengan mucho que ver con la verdadera realidad de las empresas... ya sabemos que la cotización de una empresa se mueve muchísimo más de lo que lo hace el valor de la propia empresa en sí. Nuestra labor, si queréis, tiene más que ver con entender la naturaleza real de las empresas en vez de con fiarnos de las apariencias de realidad que supone la información que nos dan los mercados. Filosóficamente- y perdón por meterme en este embrollo- tiene más que ver con el entender de la naturaleza de las cosas de la filosofía clásica y escolástica que no con la filosofía moderna (a raíz de la Ilustración y el liberalismo) que no quiere oír hablar de la naturaleza de algo... en concreto de la persona. Pero en esencia, es así... ya lo explico en el último libro: el *value investing* tiene más que ver con la Escuela de Salamanca que con los libertarios o la Escuela Austríaca.

No sé si, como dice Chris Leithner, nos mereceremos el nombre de inversores... pero en líneas generales sí solemos pensar por nuestra cuenta ... digan lo que digan los demás. Esto, obviamente, implica tener que estar dispuestos a parecer idiotas de cuando en cuando (en otras... sólo llegamos a imbéciles y atontados... pero ya me entendéis) y, con algo de suerte, tener la paciencia suficiente para estar ahí cuando el mercado nos termina dando la razón. Sabéis que hemos tenido siempre una posición en liquidez más que significativa... dicha posición supone un lastre a la rentabilidad cuando los mercados suben- como el año pasado- pero, al contrario, suponen una opción de uso y seguridad cuando éstos recortan (como ahora). Evidentemente, con esto no quiero indicar para nada que supiera que los mercados iban a caer por el efecto del COVID-19 o por el motivo que se os ocurra; sabéis que desde siempre os vengo indicando que si hay empresas baratas las voy a comprar- suba o caiga el mercado- pero que, a la vez, no todo era tan idílico como parecía y de ahí la importancia de la prudencia.

Como indica Leithner lo que tenemos que hacer es bien simple- que no sencillo-, procurar comprar barato, cobrar los dividendos que nos paguen nuestras empresas y, si hay oportunidad, venderlas más adelante con plusvalías (que no siempre sucede). A veces se piensa que vender es más sencillo que comprar... y es al revés. Cuando deshice la posición en Inditex hace unas semanas- antes del descalabro debido al coronavirus- no podía saber si la cotización de la empresa iría para arriba o para abajo. Ha caído. Y no lo ha hecho porque “yo” haya vendido... ¡ojalá fuera así de automático! Al mercado le da igual lo que yo haga o piense- aplicaros el cuento a cada uno de vosotros- y los movimientos a corto plazo de las cotizaciones no están determinadas por las decisiones que yo pueda realizar. Lo único que, como inversores, podemos controlar (y esto hasta cierto punto) es el saber lo que una determinada empresa vale para nosotros y ver si la cotización está muy cerca o muy lejos del valor... y actuar en consecuencia. Si recordáis deshicimos la posición en Inditex porque se había acercado mucho al valor intrínseco que le tenía calculado. Nada más... según Leithner, habíamos comprado barato, cobramos los dividendos y cuando apareció la oportunidad, vendimos con plusvalías. E insisto... no siempre será así.

La misma situación se produce cuando el mercado se pone tonto y empieza a hacer las cosas que hace un mes y poco casi nadie- como indicaba el *The Wall Street Journal*- pensaba que fueran factibles en el corto plazo (entiendo que mes y poco es un plazo de tiempo que todos entendemos como “corto plazo”, excepto, quizás, los operadores de intradía). En esas situaciones lo lógico es aprovechar las oportunidades que el mercado nos está deparando y comprar. Pero quiero hacer una advertencia, tal y como os indicaba por whatsapp a los argonautas. No hay forma de saber hasta donde pueden llegar las caídas ni cuanto tiempo pueden estar los mercados cayendo; no hay forma

de saber si las empresas que tenemos en cartera, las que podamos incorporar, aquellas en las que podamos incrementar posiciones- como hemos hecho- o aquellas de las que, por un motivo de reestructuración de la cartera, decidamos desprendernos se van a comportar de tal o cual manera en las semanas o en los meses siguientes. No hay forma, insisto.

Sé que los argonautas estáis al tanto de esto; de hecho os escribí hace pocos días un comentario de actualización para explicároslo a iniciativa mía *porque ninguno de vosotros me llamó o escribió preocupado por la situación* (al revés, algunos habéis aprovechado para incrementar posición o, directamente, incorporaros). Esta calma, este “navegar” en la misma nave que estáis mostrando en los periodos duros... los querría cualquier otro fondo de inversión de la Tierra. Y lo digo con toda la seriedad de que soy capaz (😊). Pero pese a todos los mensajes que os pueda enviar, os aseguro que no hay forma de saber el comportamiento a corto plazo del mercado. A largo sí... subirá (hablamos de varias décadas) ... ahora desde el punto “hoy” al punto “futuro”, lo único que podemos decir con seguridad es aquella cita de John Pierpont Morgan: “Fluctuará”.

Invertir en un mercado bajista, cuando no sabemos hasta donde puede caer es igual de incierto que invertir en un mercado alcista donde tampoco sabemos cuándo se va a torcer. Esa incertidumbre es inherente al mercado. Hay que olvidarla. Es cierto que, en estos momentos, con los miedos respecto a los efectos- posibles o temidos- que el coronavirus pueda tener es un foco de gran incertidumbre. Es cierto que los datos que las autoridades chinas están ofreciendo muestran que el pico de la crisis ya se ha tocado y está remitiendo, pero ha tenido un efecto real en la economía: fábricas paradas, líneas de abastecimiento debilitadas y esto es una cadena que se va trasladando al resto de las zonas económicas del planeta. Si el fabricante ha de cerrar, el proveedor no va a irse de rositas... y los consumidores van a restringir su consumo, quieran o no, porque no hay productos. Y no hay nada que no se vea afectada. Unas tendrán una relación más directa con el origen... en otras el efecto puede ser indirecto pero no tiene porqué ser menos doloroso.

Es cierto que, con suerte, en unos meses pueda verse la situación razonablemente controlada (aunque no todas las zonas geográficas cuentan con los mismos medios o los medios necesarios para evitar los mayores daños en la salud de las personas- estoy pensando especialmente en África) y estos momentos los veamos como la oportunidad “del año” para hacer buenas compras que tendrán resultados visibles a final de año. Bueno... quizás. La verdad es que yo no estoy pensando en doce meses vista. No tengo la más remota idea de si en Mayo la crisis del coronavirus habrá desaparecido o se habrá controlado con sólo unos pocos casos más o si aún seguiremos con problemas y tampoco se si para entonces los efectos de esta crisis habrán conseguido superarse a nivel económico o seguiremos viendo empresas y sectores afectados. No lo sé... y dudo que haya alguien en este planeta que lo sepa. Pero no es nuestro trabajo adivinar qué tan rápido los médicos van a conseguir acabar con el virus o qué tan rápido van los agentes económicos a readaptarse y eliminar los efectos económicos y volver a actuar *como si nada hubiera pasado*.

Eso sí... los bancos centrales *harán todo lo necesario para evitar grandes problemas*. En otras palabras, bajarán tipos de interés o se volverán a lanzar a los programas de compras de activos. No hay forma de saber qué resultado tendrán los movimientos de los bancos centrales; posiblemente a corto relancen los precios de los activos en mayor o menor medida y a largo... a largo ya no estarán ni los responsables, ni los políticos, ni nadie a quien pedir explicaciones; pero los efectos los sufriremos y aguantaremos nosotros. De lo que podéis estar seguros es que los bancos centrales no van a ser capaces de encontrar una cura para el COVID-19... en ese ámbito no nos pueden ayudar. En aquello que controlan- los tipos de interés y las compras de activos indiscriminadas- lo único que

lograrán será ganar algo de tiempo, mantener la ilusión de los participantes en el mercado durante un plazo mayor y todo eso con el beneplácito de los políticos y con el dinero de los ciudadanos.

Como indica la cita de Fernando del Pino, las actuaciones de los bancos centrales para intentar eliminar los ciclos económicos pueden tener cierto éxito durante cierto tiempo... pero no para siempre. Como indica Fernando del Pino, dada la naturaleza del Hombre los errores han de ser purgados y, sin embargo, tratamos de olvidarnos de esa naturaleza (¿recordáis el comentario inicial sobre la filosofía?) e intentamos trastocar dicha situación, modificar los incentivos, evitar tener que purgar los errores, no solventar los problemas y con ello, se amplificarán las consecuencias. Quizás no en 2020... pero llegarán.

Y la obligación no es sólo tratar de comprar y de mantener el ánimo pensando que todo esto se solucionará en los próximos meses- porque no hay forma de saberlo- sino que también tenemos, como responsables del patrimonio de terceros (los argonautas: reyes, príncipes y héroes) es no olvidarnos de la primera regla: No perder dinero. Recordad que esta regla no supone el “no perder dinero” de forma literal en cada operación, sino que se refiere a que tratemos de evitar las mayores pérdidas posibles, porque la recuperación de las mismas será más sencilla y rápida desde niveles de pérdidas pequeñas. Esta obligación, sin embargo, es de intención... me explico: intentaré reducir las pérdidas al máximo, pero a la vez hemos de tener en cuenta que el vehículo “fondo de inversión” exige una valoración diaria, por lo que diariamente necesita ser calculado, a precios de mercado, el valor de liquidación de los activos. Y si el mercado está cayendo y nosotros estamos comprando, lo normal es que el valor liquidativo caiga.

Pero no hay forma de evitarlo, salvo que sólo tengamos y compremos aquello que sube cuando todo lo demás cae. En los cuentos de hadas puede funcionar, en el mundo real... es raro. Lo normal es lo opuesto, que estemos comprando lo que cae y que tengamos en cartera lo que también cae- más o menos- cuando el resto del mercado cae. Pero, al igual que en ocasiones anteriores debéis ver estos momentos como un periodo de siembra. Tenemos suficiente liquidez y queremos aprovechar para invertir en buenas empresas a buenos precios... algunos mejores que hace sólo cuatro semanas. Pero insisto, no estamos sembrando con vistas a que la crisis pase en unos meses y que a final de año podamos presentar un resultado de doble dígito (como el año pasado). El resultado final del ejercicio dependerá de muchas otras cosas, pero lo que nos importa no es cómo terminamos a 31 de Diciembre, pues el 1 de Enero hay que volver a invertir de nuevo. Es el resultado de largo plazo el importante y para éste, tenemos que aprovechar cuando el mercado nos ofrece la posibilidad de incrementar en empresas que conocemos y que el mercado, asustado por los efectos que a corto plazo pueda tener una determinada situación, está tirando para abajo.

Como os indicaba en aquel comentario, poned vuestro horizonte en el largo plazo, pensad en dentro de cinco años por ejemplo. Ahí podremos comprobar el efecto real que ha tenido el coronavirus o cualquier otra circunstancia que ahora desconocemos.

Respecto a la cita de Munger sólo indicar lo que, creo, es obvio. Básicamente es un recordatorio de la importancia de mantenernos en nuestro círculo de competencia. Es posible que invertir en empresas que estén fuera de nuestro círculo de competencia pueda resultarnos atractivo y, mejor aún, rentable... incluso muy rentable. Pero la única imagen que se me ocurre respecto a esto es un chiste que comentaba el profesor Greenblatt respecto a que un hombre puede entrar con un cigarrillo encendido en un almacén de productos altamente inflamables y explosivos... *“puede que salgas vivo, pero sigues siendo un idiota”*. No se trata de que haya sectores prohibidos en el *value investing*, no los hay. Se trata de que cada uno conozca el límite de su círculo de competencia y se mantenga

dentro. Es posible que uno de los sectores más conocidos en los que los inversores “value” suelen estar alejados es el sector tecnológico; en principio habría que tener claro de qué hablamos cuando hablamos de *value investing*, porque a veces parece que sólo se entiende por esto el llamado *deep value*, o enfoque más típico asociado con Benjamin Graham de invertir en empresas basándonos en el valor en libros. Y esta asociación es un error. El otro enfoque, que ahora llaman *growth* o parecido, lleva existiendo desde los años de Philip A. Fisher a quien siguió Munger y quien hizo cambiar a Buffett ampliándole el tipo y tamaño de empresas en el que invertir. Pero no es el único, en años más recientes un grandísimo inversor Bill Miller logró quince años consecutivos batiendo al mercado a raíz de invertir, entre otras cosas, en empresas tecnológicas. La tecnología no está prohibida... simplemente es un sector con unas características específicas que lo hacen, en algunos casos, más complicado que otros. Uno de los motivos es el ritmo o la velocidad de los nuevos avances. En el Argos hemos invertido en empresas tecnológicas en el pasado... y no tengo dudas de que volveremos a invertir en el futuro... otra cosa es el tipo de tecnología en el que podamos invertir y qué debemos ver en ella que nos atraiga y nos haga saber que estamos en nuestro círculo de competencia.

Os incluyo la cartera completa incluyendo los pesos de cada título.

	FER	7,61%		TEEKAY	2,83%
	GYM	5,48%		BOSTON OMAHA	2,59%
	MITTAL	5,53%		AUSDRILL	2,49%
	HERMLE AG	4,46%		RENAULT	2,38%
	BERKSHIRE HATHAWAY- A	4,38%		IPCO	2,34%
	BREMBO	3,80%		GRAFTECH	2,26%
	CAMBRIA Automobiles	3,54%		COFINIMMO SICAFI	2,03%
	TOPPS TILES	3,03%		CLARUS	1,65%
	JOST WERKE AG	3,31%		SERITAGE	1,46%
	THERMADOR GROUPE	3,01%		ADL Bionatur	0,81%
	CAL-MAINE FOODS	2,97%		TOTAL LIQUIDEZ	29,14%
	EXOR	2,88%			

Algunas Operaciones

Este mes hemos realizado varias operaciones, incrementando posiciones en GrafTech, JOST, CLARUS, RENAULT, TEEKAY, BREMBO, HERMLE y TOPPS TILES. Y hemos vendido INDITEX y BETT-TITLIS. Respecto a estas dos el motivo ha sido variado, respecto a Inditex el precio de cotización, como os dije a los argonautas de quienes tengo sus datos de contacto, se había acercado mucho al valor intrínseco que le tenía calculado y por tanto, aprovechamos la oportunidad para deshacer la posición- no era muy grande- con una plusvalía superior al 34%, más que razonable

para el tiempo en que las hemos tenido en cartera. En el caso de BETT- TITLIS (la estación de esquí en Suiza), tampoco era una posición grande- de hecho era incluso menor que en Inditex- la deshicimos con una pérdida algo superior al 10% (habría que descontar el dividendo de entorno al 3%). En este caso el motivo fue que, aunque la empresa me sigue gustando y sigo viéndola sin riesgo, lo cierto es que hay alternativas más baratas y donde prefiero invertir el capital. Si en ambos casos la posición hubiera sido bastante más grande, seguramente hubiera modificado el movimiento... pero con posiciones por debajo del 2% no merecía la pena.

Respecto a esta última empresa, TOPPS TILES, había mantenido un comportamiento estupendo durante el mes, pero como indiqué al inicio de la Carta, en los últimos días presentó un aviso al mercado indicando una reducción en los beneficios esperables para este año. A la vez indicaba que la solidez del balance de la compañía seguía siendo estupenda y que el foco en el control de costes seguía siendo una de las estrategias de la dirección. La cotización se vino abajo algo mas de un 25% en un solo día, y aproveché para comprar. Como os indicaba en el comentario que os pasé por whatsapp en ese día, ¿cuándo queremos comprar más de una buena empresa, sin problemas de deuda, bien gestionada y que seguirá siendo líder de su sector en los próximos años? Cuando el mercado nos ofrece una oportunidad estupenda... y esa lo fue en ese momento, y con suerte, seguiremos teniendo opción de incrementar poco a poco. El periodo de siembra depende de cada empresa y del precio que nos pidan... en TOPPS TILES lo es ahora.

Respecto a GrafTech, por ejemplo, mientras escribo estas líneas sale la noticia en OKDiario de que la empresa Brookfield – principal accionista de la compañía quien la sacó a bolsa hace un par de años- ha decidido lanzar una OPA de exclusión. Esto, que en principio podría ser una estupenda noticia, finalmente no creo que vaya a ser tan estupenda, porque la noticia no deja entrever el precio al que prevén sacarla de mercado, pero dado el recorte que ha tenido en los últimos tiempos está a un precio realmente ridículo y, lo razonable, aunque no me guste nada, es que Brookfield aproveche para comprarla lanzando un precio que no va a ser un chollo en ningún caso. Aún es pronto para saber las condiciones de la oferta y el precio que finalmente nos van a ofrecer. Desgraciadamente en este tipo de situaciones, en las que no tenemos tampoco posibilidad de influir sobre el principal accionista y forzar la vuelta a la cotización en un futuro relativamente corto (pensemos en unos dos o tres años), el paso natural y lógico es aceptar la oferta que nos hagan y buscar otro uso para esa liquidez.

Respecto a las demás empresas, como sabéis, simplemente son buenas empresas- buenísimas- que hemos aprovechado la oportunidad de estos precios. Sin embargo, hay una empresa que incorporamos el mes pasado- **CLARUS**- y que en la Carta anterior no había explicado el porqué. Es una idea que parte de uno de vosotros y que actualmente gestiona un nuevo fondo... gracias Dani.

CLARUS es una pequeña empresa americana que, aunque realmente cuenta con tres divisiones, básicamente la podemos entender en dos. Una de ellas, la principal, dedicada al mundo de la escalada, montañismo y productos relacionados con la equipación para deportes al aire libre. La otra división es SIERRA y se dedica a la fabricación de munición- puntas de balas- y, como nuevo desarrollo, balas completas y no sólo la punta.

La división principal de **CLARUS** es Black Diamond que básicamente supone el 85% de las ventas- junto con las otras filiales “PIEPS” y “SKINourishment”- y es la compañía centrada en el mundo de la escalada/montañismo. Fundada en 1957, no sólo es una marca icónica en el sector si no que, además está centrada en la innovación y desarrollo con vistas a incrementar el valor que ofrecen a los consumidores ... esta importancia de la innovación es importante para nosotros porque le permite

reinvertir en el propio crecimiento de la compañía a través de nuevos proyectos y productos que generen suficiente cash flow. El sector en el que se encuentra, además, es un mercado lo suficientemente grande como para permitirnos plantearnos acompañar a esta empresa durante varios años. Black Diamond, en este sentido y dada su característica de marca para “super fans”, funciona casi como un nicho de mercado... en un segmento, el de deportes al aire libre, que puede tener ventas cruzadas con la división de SIERRA. Los segmentos a los que se dirige son escalada, esquí, montañismo, deporte al aire libre y productos de cuidados de la piel.



HERITAGE:

1957

TARGET CUSTOMER:

- Climbers**
- Backcountry Skiers**
- Alpinists**
- Trail Runners**
- Snow Safety Pros**
- Outdoor Enthusiasts**



Unleashing the Black Diamond Brand

- **Iconic & leading** lifestyle & sport-defining brand
- **Rich history in the outdoor space** of technical innovation & sales growing at a 12% CAGR since 1989
- **Accelerating** industry-leading product innovation & development capabilities
 - Investing in new product categories – footwear & apparel
 - Differentiated product performance elements – stretch rainwear, ultra lightweight apparel
 - 70+ product awards received in 2018 and 65+ through Nov 2019
- **Significant** opportunities for continued global growth across both wholesale & DTC

NASDAQ: CLAR | 8

La directiva, donde sobresalen el presidente Warren Kanders y el CEO John Walbrecht, tienen un historial de auténtico éxito reflatando, lanzando y creando valor en sus empresas. La idea inicial de ambos era mantener e incrementar la cultura de empresa con vistas a posicionarse como líderes en innovación y tecnología, para poder crecer y ganar cuota de mercado, lanzando nuevos productos que fomentan tanto el interés por la marca como ese posicionamiento como empresa innovadora que sabe utilizar el capital de los accionistas, y ello manteniendo e incrementando los márgenes operativos.

500+ AWARDS in the past 10 YEARS

INDUSTRY-LEADING PRODUCT INNOVATION

Latest Products



2016-2019 AWARDS





Performance Footwear



Performance Lifestyle



Rechargeable Lighting



Forged Denim



Distance 4 Vest



Logowear

NASDAQ: CLAR | 9

Parte de ese uso del capital se refiere no sólo a reinvertir en el negocio en sí, que si la empresa logra una buena rentabilidad es la mejor opción, sino que CLARUS también reparte dividendo- poco- y recompra acciones- algo que hace bien... pues están baratas.

La parte más compleja o polémica de explicar sería la división de SIERRA, por aquello de dedicarse a fabricar balas para el sector de tiradores de precisión y caza, principalmente, y de forma secundaria para los cuerpos y fuerzas de seguridad. En este sentido y aunque tenía la intención de explicar la hipocresía, desde mi punto de vista, que existe en el sector de inversión respecto a la inversión socialmente responsable o ética en esta misma Carta, se nos alargaría demasiado y creo que lo dejaré para un artículo específico centrado en este tema de la ética.

SIERRA supone sólo el 15% de las ventas y fue adquirida, a muy buen precio, en 2017 por \$79 millones. Para que os hagáis una idea, aproximadamente la mitad de su producción de puntas de balas es para el mercado de recarga y la otra mitad para los fabricantes de balas completas (OEM), pero donde la punta lleva la marca de SIERRA (@Gameking y @Matchking) dada su extraordinaria calidad. Pero en estos momentos- desde 2019- está dando el paso para fabricar por sí misma y vender a los consumidores y usuarios la bala completa. La diferencia principal entre la munición- punta- o la bala completa reside en la diferencia en precio: la punta se vende a unos \$0,16-0,18 por unidad mientras que la bala completa se vende a unos \$1 por unidad. Esta nueva estrategia, con clientes que ya conocen la marca actualmente y la aprecian, tardará un par de años aproximadamente en verse reflejada en la cifra de beneficios... y es un salto cualitativo. Entre otras cosas actualmente es capaz de mantener un nivel de conversión del cash flow del 95% y con poca necesidad de reinversión en *capex*.

2019 Outlook¹

Sales	~\$228M
- YOY Growth	~7%
- Black Diamond Contribution (%)	Positive low double-digits
- Sierra Contribution (%)	Negative double-digits
Adjusted EBITDA	~\$22M
- YOY Growth	~6%
Free Cash Flow²	~\$10M
- YOY Growth	~25%
- Includes ~\$4.5M in capital expenditures	

1) Outlook reiterated on November 4, 2019.
2) Defined as net cash provided by operating activities less capital expenditures.

NASDAQ: CLAR | 15

Mientras la división de BlackDiamond está creciendo dentro de las previsiones marcadas, la de SIERRA de momento aún esta en el proceso de reconversión y afectada por la situación del sector. Sin embargo, como decimos la intención ahora es sembrar para recoger más adelante. El valor que le asigno está entre los \$18-22 por acción, dejándonos un margen de seguridad más que aceptable.

Varios

El nivel de liquidez actual es el 29.14% y 22 empresas. Contamos con unos 181 argonautas de toda España y unos 6.400.000 euros bajo gestión.

Celebraremos **la Reunión Anual de Argonautas**, más conocida como el *Guateque para Capitalistas* el día 24 de Marzo, Martes, a las 19:30h en la Sala de Eventos de la Cámara de la Propiedad Urbana de León, en la Calle Santa Nonia, 6, 24003 León. A los que no podáis asistir, como en años anteriores, pasadme vuestras preguntas por correo electrónico.

Os adjunto, igual que otros años, la Carta de Warren Buffett a los accionistas de Berkshire Hathaway traducida. Al contrario que otros años, esta vez ha sido otro amigo, Miguel Ramo quien ha trabajado en ella. Espero que os resulte amena. ¡Gracias Michel por tu esfuerzo y generosidad! Os pongo también el enlace por si alguien quiere escuchar los comentarios a la misma: <https://medium.com/@miguelramo/carta-anual-de-berkshire-hathaway-2019-86cfa4625e9>

El valor liquidativo de este Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 57,54€, lo que supone adquirir las participaciones del Argos (recordad, a partir del 11 de Diciembre **Esfera I ARGOS**) con un significativo margen de seguridad. Por cierto, he preferido ajustar la rentabilidad al valor liquidativo anterior -para seguir con el histórico tradicional de largo plazo-, pero el valor liquidativo oficial del **Esfera I ARGOS** es diferente como podéis comprobar al ver vuestra posición.

Para aquellos de vosotros que tenéis curiosidad en ver cómo nos estamos comportando desde que estamos en el fondo actual, la comparativa con los índices- y siempre con dividendos brutos reinvertidos, obviamente- es la siguiente:

IBEX 35	IBEX35 con div	IGBM TOTAL	S&P500 div	Eurostoxx GR	ARGOS
-3,90%	1,06%	0,95%	9,75%	9,13%	-3,00%

Por cierto, algunos de vosotros me pedís información sobre cómo daros de alta en el nuevo fondo en Esfera Capital. Os incluyo aquí el enlace para que podáis daros de alta sin problemas:

https://www.esferacapital.es/NuevaCuenta/?AgentId=MIGUEL_DE_JUAN

Como siempre agradeceremos nuevamente vuestra confianza y apoyo continuado.

PD: Cada cierto tiempo tendréis mi artículo en <http://www.fundspeople.com/gente/miguel-de-juan-57607/blog/> o en <https://www.finect.com/blogs-financieros/mdejuan/> o en <http://www.rankia.com/blog/a-bordo-del-argos>

Miguel de Juan Fernández
ARGOS VALUE FUND
 argoscapital@hotmail.com



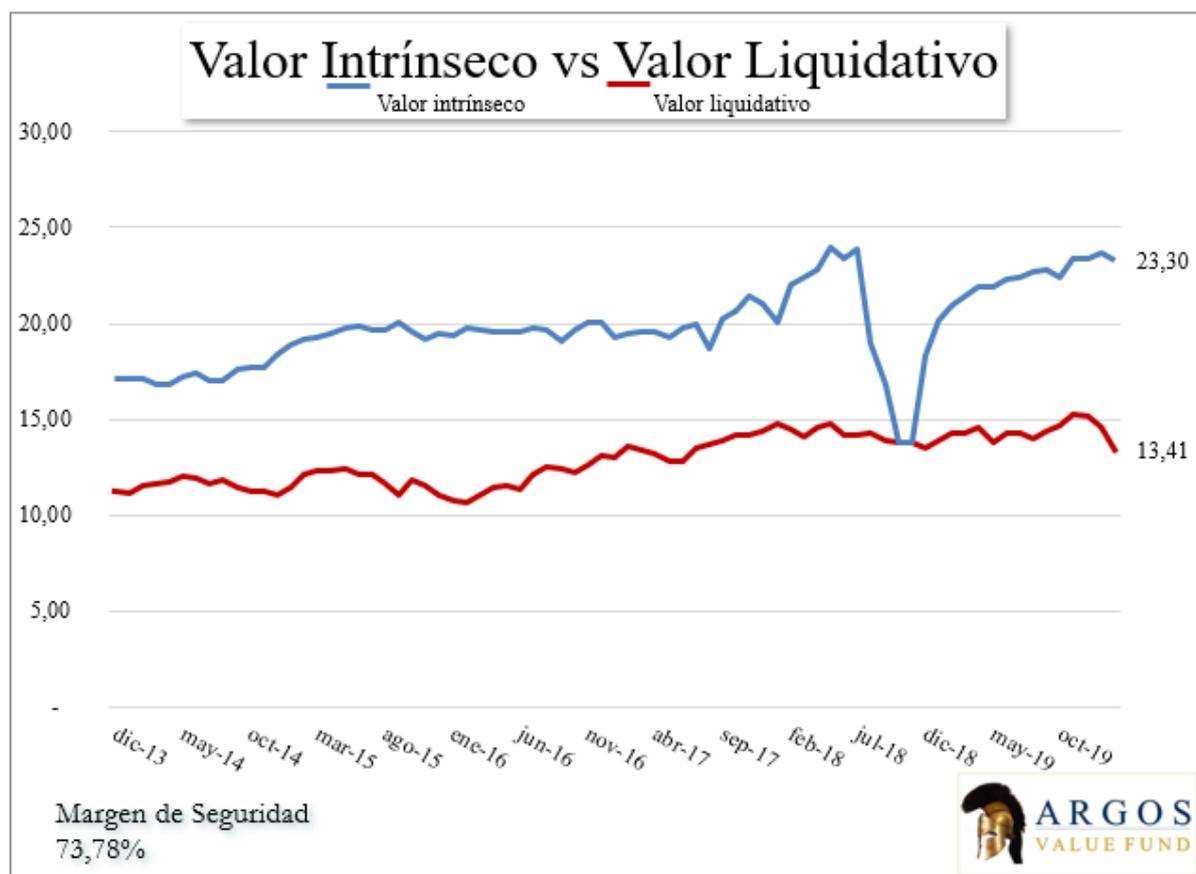
	Ibex35	Ibex35 con div	IGBM Total	S&P500 div	EuroStoxx50 div GR	ARGOS
Año 2011*	-14,43%	-9,08%	-10,14%	2,10%	-14,77%	-10,00%
Real 2011	-20,90%	-16,64%	-17,87%	-0,02%	-18,44%	-9,89%
Año 2012	-4,66%	2,78%	5,01%	16,00%	19,57%	9,14%
Año 2013	21,42%	27,75%	29,88%	32,40%	22,74%	14,27%
Año 2014	3,66%	8,62%	9,08%	13,69%	4,93%	-1,73%
Año 2015	-7,15%	-3,55%	-3,20%	1,38%	6,58%	0,53%
Año 2016	-2,01%	2,60%	2,74%	11,96%	0,77%	18,10%
Año 2017	7,40%	11,25%	12,14%	21,83%	10,15%	9,94%
Año 2018	-14,97%	-11,51%	-11,51%	-4,38%	-9,58%	-6,25%
Año 2019	11,82%	16,57%	15,55%	31,49%	28,21%	12,22%
Año 2020	-8,65%	-8,36%	-8,15%	-8,27%	-9,63%	-11,48%

Anualizada*	-1,48%	3,31%	3,72%	12,16%	5,42%	3,24%
Diferencia	4,72%	-0,07%	-0,49%	-8,93%	-2,19%	

* Incluye desde el 16-12-2010

Desde el 21-1-2011

Anualizada	-2,35%	2,37%	2,75%	11,89%	4,97%	3,28%
Diferencia	5,63%	0,92%	0,54%	-8,61%	-1,69%	



ANEXO: Carta anual de Berkshire Hathaway

Carta anual (2019) de Berkshire Hathaway Inc. a sus accionistas

Nota del traductor: las cartas anuales de Berkshire Hathaway siguen un patrón muy sencillo de recordar: de 1977 a 2003, ambos inclusive, están disponibles en formato “html” (<http://www.berkshireathaway.com/letters/xxxx.html>) y de 2004 en adelante en formato “pdf” (<http://www.berkshirehathaway.com/letters/xxxxltr.pdf>) reemplazando en ambos casos las equis por el año que se desee consultar. En consecuencia, la actual carta original en inglés de 2019, publicada ayer, puede leerse y descargarse directamente desde su fuente en: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2019ltr.pdf>

Esta traducción de la versión original en inglés de “Berkshire Hathaway Inc. Shareholder 2019 Letter” al español, mejorable como todas, no pretende sustituir la carta original sino ayudar a su comprensión a los hispano-parlantes.

Recomiendo los comentarios de Arturo Pina, asesor de Adarve Altea FI, sobre dicha carta que añaden un plus interesantísimo a la carta.

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

Rendimiento de Berkshire frente al índice S&P 500

Year	Annual Percentage Change	
	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	49.5	10.0
1966	(3.4)	(11.7)
1967	13.3	30.9
1968	77.8	11.0
1969	19.4	(8.4)
1970	(4.6)	3.9
1971	80.5	14.6
1972	8.1	18.9
1973	(2.5)	(14.8)
1974	(48.7)	(26.4)
1975	2.5	37.2
1976	129.3	23.6
1977	46.8	(7.4)
1978	14.5	6.4
1979	102.5	18.2
1980	32.8	32.3
1981	31.8	(5.0)
1982	38.4	21.4
1983	69.0	22.4
1984	(2.7)	6.1
1985	93.7	31.6
1986	14.2	18.6
1987	4.6	5.1
1988	59.3	16.6
1989	84.6	31.7
1990	(23.1)	(3.1)
1991	35.6	30.5
1992	29.8	7.6
1993	38.9	10.1
1994	25.0	1.3
1995	57.4	37.6
1996	6.2	23.0
1997	34.9	33.4
1998	52.2	28.6
1999	(19.9)	21.0
2000	26.6	(9.1)
2001	6.5	(11.9)
2002	(3.8)	(22.1)
2003	15.8	28.7
2004	4.3	10.9
2005	0.8	4.9
2006	24.1	15.8
2007	28.7	5.5
2008	(31.8)	(37.0)
2009	2.7	26.5
2010	21.4	15.1
2011	(4.7)	2.1
2012	16.8	16.0
2013	32.7	32.4
2014	27.0	13.7
2015	(12.5)	1.4
2016	23.4	12.0
2017	21.9	21.8
2018	2.8	(4.4)
2019	11.0	31.5

Nota: Los datos corresponden a años naturales con las siguientes excepciones: 1965 y 1966, año terminado el 30 de septiembre; 1967, 15 meses terminados el 31 de diciembre.

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

A los accionistas de Berkshire Hathaway Inc.:

Berkshire ganó 81.400 millones de dólares en 2019 según los principios de contabilidad generalmente aceptados (comúnmente llamados “GAAP”). Los componentes de esa cifra son 24.000 millones de dólares de ganancias operativas, 3.700 millones de dólares de ganancias de capital realizado y una ganancia de 53.700 millones de dólares por el aumento de la cantidad de ganancias de capital netas no realizadas que existen en las acciones que mantenemos. Cada uno de esos componentes de ganancias se declara después de impuestos.

Esa ganancia de 53.700 millones de dólares requiere un comentario. Es el resultado de una nueva norma GAAP, impuesta en 2018, que requiere que una empresa que posee títulos de capital incluya en las ganancias el cambio neto de ganancias y pérdidas no realizadas de esos valores. Como dijimos en la carta del año pasado, ni Charlie Munger, mi socio en la gestión de Berkshire, ni yo estamos de acuerdo con esa regla.

La adopción de la regla por la profesión contable, de hecho, fue un cambio monumental de su propio pensamiento. Antes de 2018, GAAP insistía — con una excepción para las empresas cuyo negocio era el comercio de valores — en que las ganancias no realizadas dentro de una cartera de acciones nunca debían incluirse en las ganancias, y, las pérdidas no realizadas solo debían ser incluidas si se consideraron “no temporales”. Ahora, Berkshire debe consagrar al final de cada resultado trimestral — una noticia clave para muchos inversores, analistas y comentaristas — cada movimiento alcista y bajista de las acciones que posee, por muy caprichosas que sean esas fluctuaciones.

Los años 2018 y 2019 de Berkshire ilustran claramente el argumento que tenemos con la nueva regla. En 2018, un año de descenso para el mercado de valores, nuestras ganancias netas no realizadas disminuyeron en 20.600 millones de dólares, y por lo tanto informamos de ganancias GAAP de sólo 4.000 millones de dólares. En 2019, el aumento de los precios de las acciones incrementó las ganancias netas no realizadas en los mencionados 53.700 millones de dólares, empujando las ganancias GAAP a los 81.400 millones de dólares reportados al principio de esta carta. ¡Esos giros del mercado condujeron a un aumento demencial del 1.900% en ganancias GAAP!

Mientras tanto, en lo que podríamos llamar el mundo real, en oposición al mundo de la contabilidad, las participaciones de Berkshire promediaron alrededor de 200.000 millones de dólares durante los dos años, y el valor intrínseco de las acciones que poseemos creció constante y sustancialmente a lo largo del período.

Charlie y yo les instamos a que se centren en los ingresos de explotación, que han cambiado poco en 2019, y a que ignoren tanto las ganancias o pérdidas trimestrales como anuales de las inversiones, ya sean realizadas o no.

Nuestro consejo no disminuye de ninguna manera la importancia de estas inversiones para Berkshire. Con el tiempo, Charlie y yo esperamos que nuestras participaciones en el capital, como grupo, produzcan grandes ganancias, aunque de forma impredecible y muy irregular.

Para ver por qué somos optimistas, pasemos a la siguiente discusión.

El poder de las ganancias retenidas

En 1924, Edgar Lawrence Smith, un oscuro economista y asesor financiero, escribió “Acciones comunes como inversiones a largo plazo”, un libro delgado que cambió el mundo de las inversiones. De hecho, escribir el libro cambió al propio Smith, forzándolo a reevaluar sus propias creencias de inversión.

Al entrar, planeó argumentar que las acciones lo harían mejor mejor que los bonos durante los períodos inflacionarios y que los bonos darían rendimientos superiores durante los tiempos de deflación. Eso parecía bastante sensato. Pero Smith estaba a punto de entrar en estado de shock.

Su libro comenzó, por lo tanto, con una confesión: “Estos estudios son el registro de un fracaso — el fracaso de los hechos para sostener una teoría preconcebida”. Afortunadamente para los inversores, ese fracaso llevó a Smith a pensar más profundamente en cómo las acciones deben ser evaluadas.

Para el quid de la cuestión de Smith, citaré a uno de los primeros críticos de su libro, nada menos que John Maynard Keynes: “He guardado para el final lo que quizás sea el punto más importante, y ciertamente el más novedoso, del Sr. Smith. Las empresas industriales bien gestionadas no distribuyen, por regla general, a los accionistas la totalidad de sus ganancias. En los años buenos, si no en todos los años, retienen una parte de sus beneficios y los devuelven al negocio. Así pues, hay un elemento de interés compuesto (la cursiva es de Keynes) que opera a favor de una inversión industrial sólida. Durante un período de años, el valor real de la propiedad de una industria sólida está aumentando a interés compuesto, aparte de los dividendos pagados a los accionistas”.

Y con esa salpicadura de agua bendita, Smith dejó de ser hermético.

Es difícil entender por qué las ganancias retenidas no fueron apreciadas por los inversores antes de que el libro de Smith fuera publicado. Después de todo, no era un secreto que la riqueza alucinante había sido amasada por titanes como Carnegie, Rockefeller y Ford, que habían retenido una gran parte de las ganancias de su negocio para financiar el crecimiento y producir cada vez mayores beneficios. En toda América, también, había habido durante mucho tiempo capitalistas de poca monta que se hicieron ricos siguiendo el mismo libro de jugadas.

Sin embargo, cuando la propiedad de los negocios fue cortada en pequeños pedazos — “acciones” — los compradores en los años anteriores a Smith solían pensar que sus acciones eran una apuesta a corto plazo sobre los movimientos del mercado. Incluso en su mejor momento, las acciones fueron consideradas especulaciones. Los caballeros preferían los bonos.

Aunque los inversores tardaron en darse cuenta, la matemática de la retención y la reinversión de las ganancias ahora se entiende bien. Hoy en día, los niños de la escuela

aprenden lo que Keynes denominó “novela”: combinar los ahorros con el interés compuesto hace maravillas.

En Berkshire, Charlie y yo nos hemos centrado durante mucho tiempo en utilizar las ganancias retenidas de forma ventajosa. A veces este trabajo ha sido fácil, en otras ocasiones, más que difícil, sobre todo cuando empezamos a trabajar con enormes y crecientes sumas de dinero.

En nuestro despliegue de los fondos que retenemos, primero buscamos invertir en los muchos y diversos negocios que ya tiene. Durante la última década, los cargos por depreciación de Berkshire han sumado 65.000 millones de dólares, mientras que las inversiones internas de la compañía en propiedad, planta y equipo han totalizado 121.000 millones de dólares. La reinversión en los activos operativos productivos seguirán siendo siempre nuestra principal prioridad.

Además, buscamos constantemente comprar nuevos negocios que cumplan con tres criterios. Primero, deben ganar buenos rendimientos del capital neto tangible necesario para su funcionamiento. En segundo lugar, deben ser dirigidos por gerentes capaces y honestos. Por último, deben estar disponibles a un precio razonable.

Cuando descubrimos estos negocios, nuestra preferencia es comprarlos en su totalidad, el 100%. Pero las oportunidades de hacer adquisiciones importantes que poseen nuestros atributos requeridos son raras. Mucho más a menudo, un mercado de valores inconstante sirve oportunidades para que compremos posiciones grandes, pero no controladoras, en empresas que cotizan en bolsa y que cumplen con nuestros estándares.

Sea cual sea el camino que tomemos — compañías controladas o sólo una participación importante a través del mercado de valores — los resultados financieros del compromiso de Berkshire estarán en gran parte determinados por las futuras ganancias del negocio que tenemos comprado. No obstante, hay entre los dos enfoques de inversión una diferencia contable muy importante, esencial para que lo entiendan.

En nuestras empresas controladas, (definidas como aquellas en las que Berkshire posee más del 50% de las acciones), las ganancias de cada negocio fluyen directamente en las ganancias operativas que informamos. Lo que ven es lo que obtienen.

En las empresas no controladas, en las que poseemos acciones comercializables, sólo los dividendos que Berkshire recibe se registran en las ganancias operativas que informamos. ¿Y las ganancias retenidas? Están trabajando duro y creando mucho valor añadido, pero no de forma que depositen esas ganancias directamente en las ganancias reportadas de Berkshire.

En casi todas las grandes empresas, aparte de Berkshire, los inversores no encontrarían importante lo que llamaremos “no reconocimiento de ganancias”. Para nosotros, sin embargo, es una omisión destacada, de una magnitud que les presentamos a continuación.

Aquí, enumeramos nuestros 10 mayores holdings de empresas en la bolsa de valores. La

lista distingue entre las ganancias que se le reportan bajo la contabilidad GAAP — estos son los dividendos que Berkshire recibe de esas 10 empresas invertidas — y nuestra parte, por así decirlo, de las ganancias que las empresas invertidas retienen y ponen a trabajar. Normalmente, esas compañías usan las ganancias retenidas para expandir su negocio y aumentar su eficiencia. O a veces utilizan esos fondos para recomprar partes significativas de sus propias acciones, un acto que amplía la participación de Berkshire en las futuras ganancias de la empresa.

<u>Company</u>	<u>Yearend Ownership</u>	<u>Berkshire's Share (in millions)</u>	
		<u>Dividends(1)</u>	<u>Retained Earnings(2)</u>
American Express	18.7%	\$ 261	\$ 998
Apple	5.7%	773	2,519
Bank of America	10.7%	682	2,167
Bank of New York Mellon	9.0%	101	288
Coca-Cola	9.3%	640	194
Delta Airlines	11.0%	114	416
J.P. Morgan Chase	1.9%	216	476
Moody's	13.1%	55	137
U.S. Bancorp	9.7%	251	407
Wells Fargo	8.4%	705	730
Total		<u>\$3,798</u>	<u>\$8,332</u>

(1) Sobre la base de la tasa anual actual.

(2) Basado en las ganancias de 2019 menos los dividendos comunes y preferenciales pagados.

Obviamente, las ganancias realizadas que eventualmente registraremos de la propiedad parcial de cada una de estas compañías no corresponden claramente a “nuestra” parte de sus ganancias retenidas. A veces, por desgracia, las retenciones no producen nada. Pero tanto la lógica como nuestra experiencia pasada indican que del grupo obtendremos ganancias de capital al menos iguales -y probablemente mejores- a las nuestras que ellos retuvieron. (Cuando vendemos acciones y realizamos ganancias, pagaremos el impuesto sobre la renta de la ganancia a la tasa que prevalezca en ese momento. Actualmente, la tasa federal es del 21%).

Seguro que las recompensas de Berkshire de estas 10 compañías, así como las de nuestros muchos otros holdings de capital, se manifestarán de manera altamente irregular. Periódicamente, habrá pérdidas, a veces específicas de la compañía, a veces relacionadas con la caída del mercado de valores. En otras ocasiones — el año pasado fue una de ellas — nuestra ganancia será mayor. En general, las ganancias retenidas de nuestros inversores serán de gran importancia en el crecimiento del valor de Berkshire.

El Sr. Smith acertó.

Operaciones sin seguro

Tom Murphy, un valioso director de Berkshire y un grande de todos los tiempos entre los gerentes de negocios, me dio hace tiempo un importante consejo sobre las adquisiciones: “Para lograr una reputación como buen gerente, asegúrate de comprar buenos negocios”.

A lo largo de los años Berkshire ha adquirido muchas docenas de empresas, todas ellas consideradas inicialmente como “buenos negocios”. Algunos, sin embargo, resultaron decepcionantes; más de unos pocos fueron verdaderos desastres. Un número razonable, por otra parte, ha superado mis esperanzas.

Al revisar mi desigual historial, he llegado a la conclusión de que las adquisiciones son similares al matrimonio: comienzan, por supuesto, con una boda feliz — pero luego la realidad tiende a divergir de las expectativas prenupciales. A veces, maravillosamente, la nueva unión proporciona una felicidad más allá de las esperanzas de cualquiera de las partes. En otros casos, la desilusión es rápida. Aplicando esas imágenes a las adquisiciones corporativas, tendría que decir que normalmente es el comprador el que se encuentra con sorpresas desagradables. Es fácil tener ojos de ensueño durante los noviazgos corporativos.

Siguiendo esa analogía, diría que nuestro historial matrimonial sigue siendo en gran medida aceptable, con todas las partes contentas con las decisiones que tomaron hace mucho tiempo. Algunos de nuestros vínculos han sido positivamente idílicos. Un número significativo, sin embargo, ha hecho que me pregunte rápidamente en qué estaba pensando cuando las propuse.

Afortunadamente, las consecuencias de muchos de mis errores han sido reducidas por una característica compartida por la mayoría de las empresas que decepcionan: con el paso de los años, el “pobre” negocio tiende a estancarse, entrando así en un estado en el que sus operaciones requieren un porcentaje cada vez menor del capital de Berkshire. Mientras tanto, nuestros “buenos” negocios tienden a menudo a crecer y a encontrar oportunidades para invertir capital adicional a tasas atractivas. Debido a estas contrastantes trayectorias, los activos empleados en los negocios ganadores de Berkshire se convierten gradualmente en una porción creciente de nuestro capital total.

Como un ejemplo extremo de esos movimientos financieros, el negocio textil original de Berkshire por testigo. Cuando adquirimos el control de la compañía a principios de 1965, esta asediada operación requirió casi todo el capital de Berkshire. Por lo tanto, durante algún tiempo, los activos textiles no remunerados de Berkshire fueron un enorme lastre en nuestros rendimientos generales. Eventualmente, sin embargo, adquirimos una serie de “buenos” negocios, un cambio que a principios de la década de 1980 causó que la menguante operación textil empleara sólo una pequeña porción de nuestro capital.

Hoy en día, tenemos la mayor parte de su dinero desplegado en negocios controlados que logran un rendimiento de bueno a excelente en los activos tangibles netos que cada uno requiere para sus operaciones. Nuestro negocio de seguros ha sido la superestrella. Esa operación tiene características especiales que le dan una métrica única para calibrar el éxito, algo desconocido para muchos inversores. Guardaremos esa discusión para la próxima sección.

En los párrafos que siguen, agrupamos nuestra amplia gama de negocios no asegurados por el tamaño de las ganancias, después de los intereses, la depreciación, los impuestos, las compensaciones no monetarias, los cargos de reestructuración — todos esos costos molestos, pero muy reales, que los CEOs y Wall Street a veces instan a los inversionistas a ignorar. Se puede encontrar información adicional sobre estas operaciones en las páginas K-6 — K-21 y las páginas K-40 — K-52.

Nuestro ferrocarril BNSF y Berkshire Hathaway Energy (“BHE”) — los dos perros guía del grupo no asegurador de Berkshire — ganaron un total de 8.300 millones de dólares en 2019 (incluyendo sólo nuestro 91% de participación en BHE), un aumento del 6% desde 2018.

Nuestras siguientes cinco subsidiarias no aseguradoras, clasificadas según sus ganancias (pero presentadas aquí por orden alfabético), Clayton Homes, International Metalworking, Lubrizol, Marmon y Precision Castparts, tuvieron ganancias agregadas en 2019 de 4.800 millones de dólares, poco cambió de lo que estas compañías ganaron en 2018.

Los cinco siguientes, clasificados y listados de forma similar (Berkshire Hathaway Automotive, Johns Manville, NetJets, Shaw y TTI) ganaron 1.900 millones de dólares el año pasado, por encima de los 1.700 mil millones de dólares ganados por los susodichos en 2018.

El resto de las empresas no aseguradoras que Berkshire posee — y hay muchas — tuvieron ganancias agregadas de 2.700 millones de dólares en 2019, por debajo de los 2.800 millones de dólares de 2018.

Nuestros ingresos netos totales en 2019 de los negocios no asegurados que controlamos ascendieron a 17.700 millones de dólares, un aumento del 3% con respecto a los 17.200 millones de dólares que este grupo ganó en 2018. Las adquisiciones y disposiciones no tuvieron casi ningún efecto neto en estos resultados.

Debo añadir un último punto que subraya el amplio alcance de las operaciones de Berkshire. Desde 2011, somos propietarios de Lubrizol, una compañía con sede en Ohio que produce y comercializa aditivos para aceites en todo el mundo. El 26 de septiembre de 2019, un incendio que se originó en una pequeña explotación vecina se extendió a una gran planta francesa propiedad de Lubrizol.

El resultado fue un importante daño a la propiedad y una gran interrupción en el negocio de Lubrizol. Aún así, tanto la pérdida de propiedad de la empresa como la pérdida por interrupción del negocio se verán mitigadas por las sustanciales recuperaciones de seguros que recibirá Lubrizol.

Pero, como el difunto Paul Harvey decía en sus famosas emisiones de radio, “Aquí está el resto de la historia”. Una de las mayores aseguradoras de Lubrizol era una empresa propiedad de... eh, Berkshire.

En Mateo 6:3, la Biblia nos instruye: “Que no sepa la mano izquierda lo que hace la derecha”. Su presidente se ha comportado claramente como se le ordenó.

Seguro de propiedad/siniestros

Nuestro negocio de seguros de propiedad y accidentes (“P/C”) ha sido el motor que ha impulsado el crecimiento de Berkshire desde 1967, año en el que adquirimos National Indemnity y su compañía hermana, National Fire & Marine, por 8,6 millones de dólares.

Hoy en día, National Indemnity es la mayor compañía de seguros de responsabilidad civil del mundo en términos de valor neto. Los seguros son un negocio de promesas, y la capacidad de Berkshire para cumplir sus compromisos es inigualable.

Una de las razones por las que nos atrajo el negocio P/C fue el modelo de negocio de la industria: los aseguradores P/C reciben las primas por adelantado y pagan las reclamaciones después. En casos extremos, como las reclamaciones derivadas de la exposición al amianto, o los accidentes graves en el lugar de trabajo, los pagos pueden extenderse a lo largo de muchas décadas.

Este modelo de recaudar-ahora y pagar-después, deja a las compañías P/C con grandes sumas de dinero que llamamos “flotante” y que eventualmente irán a otros. Mientras tanto, las aseguradoras pueden invertir este flotante en su beneficio propio. Aunque las pólizas individuales y los reclamos van y vienen, la cantidad de fondos que un asegurador tiene generalmente se mantiene bastante estable en relación con el volumen de la prima. En consecuencia, a medida que nuestro negocio crece, también lo hace nuestra flota. Y cómo ha crecido, como muestra la siguiente tabla:

<u>Year</u>	<u>Float (in millions)</u>
1970	\$ 39
1980	237
1990	1,632
2000	27,871
2010	65,832
2018	122,732
2019	129,423

Puede que con el tiempo experimentemos una disminución del “flotante”. Si es así, el declive será muy gradual — exteriormente no más del 3% en cualquier año. La naturaleza de nuestros contratos de seguro es tal que nunca podemos estar sujetos a demandas inmediatas o a corto plazo de sumas que son importantes para nuestros recursos de efectivo. Esa estructura es por diseño y es un componente clave en la inigualable fuerza financiera de nuestras compañías de seguros. Esa fuerza nunca se verá comprometida.

Si nuestras primas superan el total de nuestros gastos y eventuales pérdidas, nuestra operación de seguros registra un beneficio de suscripción que se suma a los ingresos de inversión que produce el “flotante”. Cuando se obtiene tal beneficio, disfrutamos del uso de dinero gratis — y, mejor aún, se nos paga por mantenerlo.

Para la industria de P/C en su conjunto, el valor financiero del “flotante” es ahora mucho menor de lo que fue durante muchos años. Eso es porque la estrategia de inversión estándar para casi todas las compañías de capital riesgo está fuertemente -y apropiadamente- sesgada hacia los bonos de alto grado. Por lo tanto, los cambios en las tasas de interés tienen una enorme importancia para estas compañías, y durante la última década el mercado de bonos ha ofrecido tasas patéticamente bajas.

En consecuencia, los aseguradores sufrieron, ya que año tras año se vieron obligados -por los vencimientos o las disposiciones de llamada de los emisores- a reciclar sus “antiguas” carteras de inversiones en nuevas explotaciones que ofrecían rendimientos mucho más bajos. Si antes estos aseguradores podían ganar con seguridad 5 ó 6 centavos por cada dólar de “flotante”, ahora sólo reciben 2 ó 3 centavos (o incluso menos si sus operaciones se

concentran en países empantanados en la tierra de nunca jamás de los tipos negativos).

Algunos aseguradores pueden tratar de mitigar su pérdida de ingresos comprando bonos de menor calidad o inversiones “alternativas” no líquidas que prometan mayores rendimientos. Pero esos son juegos y actividades peligrosas para los que la mayoría de las instituciones están mal equipadas.

La situación de Berkshire es más favorable que la de las aseguradoras en general. Lo más importante es que nuestra inigualable montaña de capital, la abundancia de dinero en efectivo y un enorme y diverso flujo de ganancias no relacionadas con el seguro nos permiten una flexibilidad de inversión mucho mayor que la que generalmente tienen otras compañías del sector. Las muchas opciones que se nos ofrecen son siempre ventajosas, y a veces nos han presentado grandes oportunidades.

Nuestras compañías P/C han tenido entretanto un excelente historial de suscripción. Berkshire ha operado con un beneficio de suscripción durante 16 de los últimos 17 años, con la excepción de 2017, cuando nuestra pérdida antes de impuestos fue de la friolera de 3.200 millones de dólares. Durante todo el período de 17 años, nuestra ganancia antes de impuestos totalizó 27.500 millones de dólares, de los cuales 400 millones se registraron en 2019.

Ese registro no es un accidente: La evaluación disciplinada del riesgo es el foco diario de nuestros gerentes de seguros, que saben que las recompensas del “flotante” pueden ahogarse por los pobres resultados de la suscripción. Todas las aseguradoras dan ese mensaje de boca hacia afuera. En Berkshire es una religión, al estilo del Antiguo Testamento.

Como he hecho repetidamente en el pasado, subrayaré ahora que los resultados felices en los seguros están lejos de ser algo seguro: con toda seguridad no tendremos beneficio de suscripción en 16 de los próximos 17 años. El peligro siempre acecha.

Los errores en la evaluación de los riesgos de los seguros pueden ser enormes y pueden tardar muchos años — incluso décadas — en salir a la superficie y madurar. (Piense en los asbestos/el amianto.) Una gran catástrofe que empequeñecerá a los huracanes Katrina y Michael ocurrirá — quizás mañana, quizás dentro de muchas décadas. “La Grande” puede provenir de una fuente tradicional, como el viento o un terremoto, o puede ser una sorpresa total que implique, digamos, un ciberataque de consecuencias desastrosas más allá de lo que los aseguradores contemplan ahora. Cuando tal mega-catástrofe golpee, Berkshire recibirá su parte de las pérdidas y serán grandes — muy grandes. A diferencia de muchas otras aseguradoras, sin embargo, el manejo de las pérdidas no se acercará a la tensión de nuestros recursos, y estaremos ansiosos de añadir a nuestro negocio el día siguiente.

Cierre los ojos durante un instante y trate de imaginar un lugar que pueda generar una aseguradora dinámica de P/C. ¿Nueva York? ¿Londres? ¿Silicon Valley?

¿Qué tal Wilkes-Barre?

A finales de 2012, Ajit Jain, el inestimable gerente de nuestras operaciones de seguros, me

llamó para decirme que iba a comprar una pequeña empresa -Grupo de Seguros GUARD- en esa pequeña ciudad de Pensilvania por 221 millones de dólares (aproximadamente su valor neto en ese momento). Añadió que Sy Foguel, el CEO de GUARD, iba a ser una estrella en Berkshire. Tanto GUARD como Sy eran nombres nuevos para mí.

Bingo y bingo: En 2019, GUARD tuvo un volumen de primas de 1.900 millones de dólares, un 379% más que en 2012, y también obtuvo un satisfactorio beneficio de suscripción. Desde que se unió a Berkshire, Sy ha llevado a la compañía tanto a nuevos productos como a nuevas regiones del país y ha incrementado el “flotante” de GUARD en un 265%.

En 1967, Omaha parecía una improbable plataforma de lanzamiento para un gigante P/C. Wilkes-Barre bien podría dar una sorpresa similar.

Berkshire Hathaway Energy

Berkshire Hathaway Energy está celebrando su vigésimo año bajo nuestra propiedad. Ese aniversario sugiere que deberíamos ponernos al día con los logros de la compañía.

Empezaremos con el tema de las tarifas eléctricas. Cuando Berkshire entró en el negocio de los servicios públicos en 2000, comprando el 76% de BHE, los clientes residenciales de la compañía en Iowa pagaron un promedio de 8,8 centavos por kilovatio-hora (kWh). Los precios para los clientes residenciales han aumentado desde entonces menos del 1% al año, y hemos prometido que no habrá aumentos de precios de la tarifa base hasta el 2028. En cambio, esto es lo que está sucediendo en la otra gran empresa de servicios públicos de Iowa, propiedad de los inversores: el año pasado, las tarifas que cobró a sus clientes residenciales fueron 61% más altas que las de BHE. Recientemente, esa empresa de servicios públicos recibió un aumento de tarifas que ampliará la brecha al 70%.

El extraordinario diferencial entre nuestras tarifas y las suyas es en gran parte el resultado de nuestros enormes logros en la conversión del viento en electricidad. En 2021, esperamos que la operación de BHE genere unos 25,2 millones de megavatios-hora de electricidad (MWh) en Iowa a partir de las turbinas eólicas que posee y opera. Esa producción cubrirá totalmente las necesidades anuales de sus clientes de Iowa, que ascienden a unos 24,6 millones de MWh. En otras palabras, nuestra empresa de servicios públicos habrá alcanzado la autosuficiencia eólica en el estado de Iowa.

En otro contraste, esa otra empresa de servicios públicos de Iowa genera menos del 10% de su energía a partir del viento. Además, no conocemos ninguna otra empresa de servicios públicos propiedad de inversores, dondequiera que esté ubicada, que para 2021 haya alcanzado una posición de autosuficiencia eólica. En el año 2000, BHE estaba sirviendo a una economía basada en la agricultura; hoy en día, tres de sus cinco mayores clientes son gigantes de alta tecnología. Creo que sus decisiones de ubicar plantas en Iowa se basaron en parte en la capacidad de BHE para suministrar energía renovable y de bajo costo.

Por supuesto, el viento es intermitente, y nuestras aspas en Iowa giran sólo una parte del tiempo. En ciertos períodos, cuando el aire está quieto, miramos a nuestra capacidad de generación no eólica para asegurar la electricidad que necesitamos. En momentos opuestos, vendemos el exceso de energía que el viento nos proporciona a otras empresas de servicios públicos, sirviéndoles a través de lo que se llama “la red”. El poder que les vendemos suple

su necesidad de un recurso de carbono — carbón, digamos, o gas natural.

Berkshire Hathaway es ahora dueño del 91% de BHE en asociación con Walter Scott, Jr. y Greg Abel. BHE nunca ha pagado a Berkshire Hathaway un dividendo desde nuestra compra y, con el paso de los años, ha retenido 28.000 millones de dólares de ganancias. Ese patrón es atípico en el mundo de las empresas de servicios públicos, cuyas compañías suelen pagar grandes dividendos — a veces alcanzando, o incluso superando, el 80% de las ganancias. Nuestro punto de vista: cuanto más podamos invertir, más nos gusta.

Hoy en día, BHE tiene el talento y la experiencia operativa para gestionar proyectos de servicios públicos verdaderamente enormes -que requieren inversiones de 100.000 millones de dólares o más- que podrían apoyar la infraestructura en beneficio de nuestro país, nuestras comunidades y nuestros accionistas. Estamos preparados, dispuestos y capacitados para asumir tales oportunidades.

Inversiones

A continuación enumeramos nuestras quince inversiones en acciones ordinarias que a final del año tenían el mayor valor de mercado. Excluimos nuestra participación en Kraft Heinz — 325.442.152 acciones — porque Berkshire es parte de un grupo de control y por lo tanto debe contabilizar esta inversión por el método “equity”. En su balance, Berkshire contabiliza la participación de Kraft Heinz con una cifra GAAP de 13.800 millones de dólares, cantidad que representa la participación de Berkshire en el patrimonio neto auditado de Kraft Heinz al 31 de diciembre de 2019. Sin embargo, tenga en cuenta que el valor de mercado de nuestras acciones en esa fecha era sólo de 10.500 millones de dólares.

Shares*	Company	Percentage of Company Owned	12/31/19	
			Cost**	Market
			<i>(in millions)</i>	
151,610,700	American Express Company	18.7	\$ 1,287	\$ 18,874
250,866,566	Apple Inc.	5.7	35,287	73,667
947,760,000	Bank of America Corp.	10.7	12,560	33,380
81,488,751	The Bank of New York Mellon Corp.	9.0	3,696	4,101
5,426,609	Charter Communications, Inc.	2.6	944	2,632
400,000,000	The Coca-Cola Company	9.3	1,299	22,140
70,910,456	Delta Air Lines, Inc.	11.0	3,125	4,147
12,435,814	The Goldman Sachs Group, Inc.	3.5	890	2,859
60,059,932	JPMorgan Chase & Co.	1.9	6,556	8,372
24,669,778	Moody's Corporation	13.1	248	5,857
46,692,713	Southwest Airlines Co.	9.0	1,940	2,520
21,938,642	United Continental Holdings Inc.	8.7	1,195	1,933
149,497,786	U.S. Bancorp	9.7	5,709	8,864
10,239,160	Visa Inc.	0.6	349	1,924
345,688,918	Wells Fargo & Company	8.4	7,040	18,598
	Others***		28,215	38,159
	Total Equity Investments Carried at Market		<u>\$110,340</u>	<u>\$248,027</u>

* Excluye las acciones en poder de los fondos de pensiones de las filiales de Berkshire.

** Este es nuestro precio de compra real y también nuestra base impositiva.

*** Incluye una inversión de 10.000 millones de dólares en Occidental Petroleum Corporation que consiste en acciones preferentes y garantías para comprar acciones ordinarias.

Charlie y yo no vemos los 248.000 millones de dólares detallados anteriormente como una

colección de apuestas en el mercado de valores — devaluaciones que se terminarán debido a las rebajas de “la calle”, una “falta” de ganancias, acciones esperadas de la Reserva Federal, posibles acontecimientos políticos, pronósticos de los economistas o cualquier otra cosa que pueda ser el tema del día.

Lo que vemos en nuestras participaciones es más bien un conjunto de empresas que poseemos en parte y que, sobre una base ponderada, están ganando más del 20% del capital social neto tangible necesario para llevar a cabo sus negocios. Estas empresas, también, obtienen sus beneficios sin emplear niveles excesivos de deuda.

Los retornos de ese orden por empresas grandes, establecidas y comprensibles son notables bajo cualquier circunstancia. Son verdaderamente alucinantes cuando se comparan con los rendimientos que muchos inversores han aceptado de los bonos en la última década -por ejemplo, el 8% o incluso menos de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 30 años.

Predecir las tasas de interés nunca ha sido nuestro juego, y Charlie y yo no tenemos idea de qué tasas promediarán en el próximo año, o en diez o treinta años. Nuestra opinión quizás agria es que los expertos que opinan sobre estos temas revelan, por ese mismo comportamiento, mucho más sobre ellos mismos que lo que revelan sobre el futuro.

Lo que podemos decir es que si en las próximas décadas prevalece algo cercano a los tipos actuales y si los tipos del impuesto de sociedades también se mantienen cerca del bajo nivel del que disfrutaban actualmente las empresas, es casi seguro que con el tiempo las acciones tendrán un rendimiento mucho mejor que los instrumentos de deuda a largo plazo y de tipo fijo.

Esa predicción optimista viene con una advertencia: cualquier cosa puede pasarle a los precios de las acciones mañana. Ocasionalmente, habrá grandes caídas en el mercado, tal vez de una magnitud del 50% o incluso mayor. Pero la combinación de The American Tailwind (el viento de cola americano), sobre la que escribí el año pasado, y las maravillas compuestas descritas por el Sr. Smith, harán que las acciones sean la mejor opción a largo plazo para el individuo que no usa dinero prestado y que puede controlar sus emociones. ¿Los demás? ¡Cuidado!

El camino por delante

Hace tres décadas, mi amigo del medio Oeste, Joe Rosenfield, entonces de 80 años, recibió una carta irritante de su periódico local. En palabras contundentes, el periódico pedía datos biográficos que planeaba usar en el obituario de Joe. Joe no respondió. ¿Y qué? Un mes más tarde, recibió una segunda carta del periódico, esta etiquetada como “URGENTE”.

Charlie y yo entramos hace tiempo en la zona de urgencia. No es exactamente una gran noticia para nosotros. Pero los accionistas de Berkshire no deben preocuparse: Su compañía está 100% preparada para nuestra partida.

Ambos basamos nuestro optimismo en cinco factores. Primero, los activos de Berkshire se despliegan en una extraordinaria variedad de empresas de propiedad total o parcial que, en promedio, obtienen atractivos rendimientos del capital que utilizan. Segundo, el posicionamiento de Berkshire de sus negocios “controlados” dentro de una sola entidad le

confiere algunas ventajas económicas importantes y duraderas. En tercer lugar, los asuntos financieros de Berkshire se gestionarán indefectiblemente de forma que la empresa pueda soportar los impactos externos de naturaleza extrema. Cuarto, contamos con gerentes superiores calificados y dedicados para quienes dirigir Berkshire es mucho más que tener un trabajo bien remunerado y/o prestigioso. Por último, los directores de Berkshire — sus guardianes — están constantemente enfocados tanto en el bienestar de los propietarios como en el cultivo de una cultura que es rara entre las corporaciones gigantes. (El valor de esta cultura se explora en *Margin of Trust -Margen de confianza-*, un nuevo libro de Larry Cunningham y Stephanie Cuba que estará disponible en nuestra reunión anual).

Charlie y yo tenemos razones muy pragmáticas para querer asegurar la prosperidad de Berkshire en los años siguientes a nuestra salida: los Mungers tienen propiedades en Berkshire que empequeñecen cualquier otra inversión de la familia, y yo tengo el 99% de mi patrimonio neto alojado en acciones de Berkshire. Nunca he vendido ninguna acción y no tengo planes de hacerlo. Mi única disposición de acciones de Berkshire, aparte de donaciones caritativas y regalos personales menores, tuvo lugar en 1980, cuando yo, junto con otros accionistas de Berkshire que eligieron participar, intercambié algunas de nuestras acciones de Berkshire por las acciones de un banco de Illinois que Berkshire había comprado en 1969 y que, en 1980, necesitaban ser descargadas debido a cambios en la ley de la compañía holding del banco.

Hoy, mi testamento ordena específicamente a sus ejecutores, así como a los fideicomisarios que les sucederán en la administración de mi patrimonio después del cierre del testamento, que no vendan ninguna acción de Berkshire. Mi testamento también absuelve tanto a los albaceas como a los fideicomisarios de la responsabilidad de mantener lo que obviamente será una concentración extrema de bienes.

El testamento continúa instruyendo a los ejecutores — y, con el tiempo, a los fideicomisarios — para que cada año conviertan una parte de mis acciones A en acciones B y luego distribuyan las B a varias fundaciones. A esas fundaciones se les pedirá que desplieguen sus subvenciones con prontitud. En total, estimo que llevará de 12 a 15 años para que la totalidad de las acciones de Berkshire que poseo a mi muerte se muevan al mercado.

En ausencia de la directiva de mi testamento de que todas mis acciones de Berkshire deben mantenerse hasta sus fechas de distribución programadas, el curso “seguro” para mis albaceas y fideicomisarios sería vender las acciones de Berkshire bajo su control temporal y reinvertir las ganancias en bonos del Tesoro de los Estados Unidos con vencimientos que coincidan con las fechas programadas para las distribuciones. Esa estrategia dejaría a los fiduciarios inmunes tanto a las críticas del público como a la posibilidad de responsabilidad personal por no actuar de acuerdo con la norma del “hombre prudente”.

Yo mismo me siento cómodo de que las acciones de Berkshire proporcionarán una inversión segura y gratificante durante el período de eliminación. Siempre existe la posibilidad, improbable pero no insignificante, de que los acontecimientos demuestren que estoy equivocado. Sin embargo, creo que hay una alta probabilidad de que mi directiva entregue a la sociedad recursos sustancialmente mayores que los que resultarían de un curso de acción convencional.

La clave de mis instrucciones “sólo en Berkshire” es mi fe en el futuro juicio y la fidelidad

de los directores de Berkshire. Serán regularmente probados por integrantes de Wall Street pagando honorarios. En muchas compañías, estos súper vendedores podrían ganar. Sin embargo, no espero que eso suceda en Berkshire.

Consejos de Administración

En los últimos años, tanto la composición de los consejos de administración como su finalidad se han convertido en temas candentes. Antes, el debate sobre las responsabilidades de los consejos se limitaba en gran medida a los abogados; hoy en día, los inversores institucionales y los políticos también han intervenido.

Mis credenciales para hablar de la gobernanza empresarial incluyen el hecho de que, en los últimos 62 años, he sido director de 21 empresas de propiedad pública (enumeradas a continuación). En todas ellas, salvo en dos, he representado una importante participación accionarial. En unos pocos casos, he tratado de aplicar cambios importantes.

Durante los primeros 30 años de mis servicios, era raro encontrar a una mujer en la habitación, a menos que representara a una familia que controlara la empresa. Este año, cabe señalar, marca el centenario de la 19ª Enmienda, que garantizó a las mujeres estadounidenses el derecho a que sus voces sean escuchadas en una cabina electoral. El logro de un estatus similar en una sala de juntas sigue siendo un trabajo en curso.

A lo largo de los años, han surgido muchas nuevas normas y directrices relativas a la composición y los deberes de la junta. El desafío fundamental para los directores, sin embargo, sigue siendo constante: encontrar y retener a un CEO talentoso, con integridad, seguro, que se dedique a la empresa durante toda su vida laboral. A menudo, esa tarea es difícil. Cuando los directores lo hacen bien, sin embargo, no necesitan hacer mucho más. Pero cuando lo estropean...

Los comités de auditoría trabajan ahora mucho más que antes y casi siempre ven el trabajo con la seriedad apropiada. Sin embargo, estos comités siguen sin ser rivales para los gerentes que quieren jugar a los números, una ofensa que ha sido alentada por el azote de la “orientación” de las ganancias y el deseo de los CEOs de “dar con el número”. Mi experiencia directa (limitada, afortunadamente) con los directores generales que han jugado con los números de una empresa indica que a menudo fueron impulsados más por el ego que por un deseo de ganancia financiera.

Los comités de compensación ahora dependen mucho más de los consultores que antes. En consecuencia, los acuerdos de compensación se han vuelto más complicados — ¿qué miembro del comité quiere explicar el pago de grandes honorarios año tras año por un plan simple? — y la lectura del material de los apoderados se ha convertido en una experiencia que adormece la mente.

Se ha dispuesto una mejora muy importante de la gobernanza empresarial: una “sesión ejecutiva” de directores programada regularmente en la que el director general no puede participar. Antes de ese cambio, las discusiones verdaderamente francas sobre las habilidades, decisiones de adquisición y compensación de un CEO eran raras.

Las propuestas de adquisición siguen siendo un problema particularmente molesto para los miembros de la junta. La orquestación legal para hacer tratos se ha refinado y ampliado (una

palabra que también describe acertadamente los costos concomitantes). Pero aún no he visto que un director general que desee una adquisición traiga a un crítico informado y elocuente para argumentar en contra de ella. Y sí, inclúyanme entre los culpables.

— 21 empresas de propiedad pública enumeradas:

Berkshire, Blue Chip Stamps, Cap Cities-ABC, Coca-Cola, Data Documents, Dempster, General Growth, Gillette, Kraft Heinz, Maracaibo Oil, Munsingwear, Omaha National Bank, Pinkerton's, Portland Gas Light, Salomon, Sanborn Map, Tribune Oil, U.S. Air, Vornado, Washington Post, Wesco Financial.

En general, la baraja está a favor del acuerdo que es codiciado por el CEO y su complaciente personal. Sería un ejercicio interesante para una empresa contratar a dos “expertos” en adquisiciones, uno a favor y otro en contra, para dar su opinión sobre un acuerdo propuesto a la junta — con el asesor ganador recibiendo, digamos, diez veces la suma simbólica pagada al perdedor. No aguante la respiración esperando esta reforma: el sistema actual, independientemente de sus deficiencias para los accionistas, funciona magníficamente para los directores generales y los muchos asesores y otros profesionales que se dan un festín con los tratos. Una venerable cautela será siempre verdadera cuando se contemplan los consejos de Wall Street: no le pregunte al barbero si necesita un corte de pelo.

A lo largo de los años, la “independencia” de la junta se ha convertido en una nueva área de énfasis. Sin embargo, casi siempre se pasa por alto un punto clave relacionado con este tema: la compensación de los directores se ha disparado hasta un nivel que inevitablemente hace que la paga sea un factor subconsciente que afecta al comportamiento de muchos miembros no ricos. Piense, por un momento, en el director ganando 250.000–300.000 dólares por reuniones de la junta que consumen un par de días agradables unas seis veces al año. Frecuentemente, la posesión de uno de estos directorios le otorga a su titular tres o cuatro veces el ingreso medio anual de los hogares estadounidenses. (Perdí mucho de ese chollo: como director de Portland Gas Light a principios de los 60, recibía 100 dólares anuales por mi servicio. Para ganar esta suma principesca, viajaba a Maine cuatro veces al año.)

¿Y la seguridad laboral ahora? Es fabulosa. Los miembros de la junta pueden ser educadamente ignorados, pero rara vez son despedidos. En cambio, los generosos límites de edad — normalmente 70 o más — actúan como el método estándar para la gentil expulsión de los directores.

¿Es de extrañar que un director no rico (“NWD” por sus siglas en inglés: Non-Wealthy Director) ahora espere — o incluso anhele — que se le pida que se una a una segunda junta, para así saltar a la clase de 500.000–600.000 dólares? Para lograr este objetivo, el NWD necesitará ayuda. El CEO de una compañía que busca miembros para la junta directiva, casi seguro que comprobará con el actual CEO de NWD si NWD es un “buen” director. “Bueno”, por supuesto, es una palabra clave. Si NWD ha desafiado seriamente la compensación de su actual CEO o los sueños de adquisición, su candidatura morirá silenciosamente. Cuando buscan directores, los CEOs no buscan pit bulls. Es el cocker spaniel el que se lleva a casa.

A pesar de lo ilógico de todo esto, el director para quien los honorarios son importantes —

de hecho, anhelados — es casi universalmente clasificado como “independiente” mientras que muchos directores que poseen fortunas muy sustancialmente ligadas al bienestar de la corporación son considerados carentes de independencia. No hace mucho tiempo, miré el material de representación de una gran empresa americana y encontré que ocho directores nunca habían comprado una acción de la empresa con su propio dinero. (Ellos, por supuesto, habían recibido concesiones de acciones como complemento a su generosa compensación en efectivo). Esta empresa en particular había sido durante mucho tiempo un rezagado, pero los directores lo estaban haciendo maravillosamente.

La propiedad pagada con mi propio dinero, por supuesto, no crea sabiduría ni asegura la inteligencia empresarial. Sin embargo, me siento mejor cuando los directores de nuestras empresas de cartera han tenido la experiencia de comprar acciones con sus ahorros, en lugar de simplemente haber sido los receptores de las subvenciones.

Aquí, se debe una pausa: me gustaría que supiera que casi todos los directores que he conocido a lo largo de los años han sido decentes, simpáticos e inteligentes. Se vestían bien, eran buenos vecinos y eran buenos ciudadanos. He disfrutado de su compañía. Entre el grupo hay algunos hombres y mujeres que no habría conocido si no fuera por el servicio mutuo de la junta y que se han convertido en amigos íntimos.

Sin embargo, muchas de estas buenas almas son personas que nunca habría elegido para manejar el dinero o los asuntos de negocios. Simplemente no era su juego.

Ellos, a su vez, nunca me habrían pedido ayuda para quitar un diente, decorar su casa o mejorar su swing de golf. Además, si alguna vez estuviera programado para aparecer en ‘Bailando con las Estrellas’, inmediatamente buscaría refugio en el ‘Programa de protección de testigos’. Todos somos unos inútiles en una cosa u otra. Para la mayoría de nosotros, la lista es larga. Lo importante es reconocer que si eres Bobby Fischer, debes jugar sólo al ajedrez por dinero.

En Berkshire, seguiremos buscando directores con experiencia en los negocios, orientados a los propietarios y que lleguen con un fuerte interés específico en nuestra empresa. El pensamiento y los principios, no el “proceso” robot, guiarán sus acciones. Al representar sus intereses, buscarán, por supuesto, gerentes cuyas metas incluyan el deleitar a sus clientes, apreciar a sus socios y actuar como buenos ciudadanos tanto de sus comunidades como de nuestro país.

Esos objetivos no son nuevos. Eran los objetivos de los CEOs capaces hace sesenta años y siguen siéndolo. ¿Quién lo tendría de otra manera?

Asuntos breves

En informes anteriores, hemos discutido tanto el sentido como las tonterías de las recompras de acciones. Nuestro pensamiento, se redujo: Berkshire comprará de nuevo sus acciones sólo si a) Charlie y yo creemos que se venden por menos de lo que valen y b) la compañía, al completar la recompra, se queda con mucho dinero.

Los cálculos de valor intrínseco están lejos de ser precisos. En consecuencia, ninguno de

nosotros siente urgencia alguna por comprar 1 dólar de valor estimado por unos 95 centavos muy reales. En 2019, la ecuación precio/valor de Berkshire fue modestamente favorable en ocasiones, y gastamos 5.000 millones de dólares en la recompra de alrededor del 1% de la compañía.

Con el tiempo, queremos que la cuenta de acciones de Berkshire baje. Si el descuento de precio a valor (como lo estimamos) se amplía, es probable que nos volvamos más agresivos en la compra de acciones. Sin embargo, no apoyaremos las acciones a ningún nivel.

Los accionistas que tengan al menos 20 millones de dólares en valor de acciones A o B y que se inclinen por vender acciones a Berkshire, pueden pedirle a su corredor que contacte con Mark Millard de Berkshire en el 402-346-1400. Le pedimos que llame a Mark entre las 8:00-8:30 a.m. o 3:00-3:30 p.m. hora central, llamando sólo si está listo para vender.

En 2019, Berkshire envió 3.600 millones de dólares al Tesoro de los EE.UU. para pagar su actual impuesto sobre la renta. El gobierno de EE.UU. recaudó 243.000 millones de dólares de los pagos del impuesto sobre la renta de las empresas durante el mismo período. A partir de estas estadísticas, usted puede estar orgulloso de que su compañía entregó el 2% de los impuestos federales pagados por toda la América corporativa.

Hace 55 años, cuando Berkshire entró en su actual encarnación, la compañía no pagó nada en el impuesto federal sobre la renta. (Por una buena razón, también: en la década anterior, el negocio en dificultades había registrado una pérdida neta.) Desde entonces, como Berkshire retuvo casi todas sus ganancias, los beneficiarios de esa política se convirtieron no sólo en los accionistas de la compañía sino también en el gobierno federal. En la mayoría de los años futuros, esperamos y deseamos enviar sumas mucho mayores al Tesoro.

En las páginas A-2 — A-3, encontrará detalles sobre nuestra reunión anual, que se celebrará el 2 de mayo de 2020. Yahoo, como siempre, transmitirá el evento a todo el mundo. Sin embargo, habrá un cambio importante en nuestro formato: he recibido sugerencias de los accionistas, los medios de comunicación y los miembros del consejo de administración para que Ajit Jain y Greg Abel — nuestros dos directores operativos clave — tengan más exposición en la reunión. Ese cambio tiene mucho sentido. Son individuos excepcionales, tanto como gerentes como seres humanos, y deberían escucharles más.

Los accionistas que este año envíen una pregunta a nuestros tres periodistas veteranos pueden especificar que se la hagan a Ajit o a Greg. Ellos, como Charlie y yo, no tendrán ni idea de cuáles serán las preguntas.

Los periodistas alternarán las preguntas con las del público, que también pueden dirigir las a cualquiera de nosotros cuatro. Así que pulan sus ocurrencias.

El 2 de mayo, véngase a Omaha. Conozca a sus compañeros de capital. Compre algunos

productos de Berkshire. Diviértase. Charlie y yo, junto con toda la pandilla de Berkshire, estamos deseando verle.

22 de febrero de 2020 Warren E. Buffett
Presidente de la Junta