

La colección completa de

**CARTAS DE ASOCIACIÓN DE INVERSIÓN DE NOMAD A**

**SOCIOS**

**2001 - 2014**

## Nick Sleep y Qais Zakaria

### Preámbulo

A continuación encontrará una copia de la colección completa de Nomad Letters to Partners, nuestra obra maestra, por así decirlo. Estas cartas se escribieron cada seis meses, desde finales de 2001 hasta principios de 2014, y se enviaron a los socios de Nomad Investment Partnership. Más recientemente, han disfrutado de una vida propia en la prensa financiera e Internet, sin nuestro conocimiento o, en algunos casos, sin nuestra aprobación. De hecho, estas copias piratas nunca fueron pensadas para una amplia circulación, y mucho menos para su publicación involuntaria, y contienen nuestros datos personales. Pedimos que los lectores de esas cartas enganchadas respeten nuestra privacidad y preferencia por mantener nuestro perfil bajo.

(piense en las lombrices de tierra de madrigueras profundas). Las cartas aprobadas que siguen han sido ligeramente editadas principalmente por motivos de privacidad (y rematadas y terminadas con este preámbulo y un postámbulo)

pero por lo demás permanecen sin cambios con respecto al original. Esperamos que disfrutes de la lectura y solo pediremos que se nos atribuya cuando sea necesario y que los enlaces web utilizados en referencia sean a la versión aprobada que se encuentra en el sitio web de la Fundación IGY (no a los piratas), por favor. Aquellos que quieran ponerse en contacto pueden hacerlo a través de la función “contáctenos” en el sitio web de la Fundación IGY.

Las cartas de Nomad en sí mismas se han reproducido aquí en orden cronológico para ayudar al lector que tiene la energía para superar las siguientes ciento diez mil palabras (¿qué encontramos para decir?), A comprender nuestro viaje desde la inversión de colillas hasta casi permanente. valores en cartera. Con solo unos meses para el vigésimo aniversario del inicio de Nomad, ahora es casi inevitable que nuestro rendimiento anual sea de alrededor del veinte por ciento durante veinte años; prueba, tal vez, de que los inversores no tienen que ir cambiando sus posesiones con su ropa interior y, perdónanos si continuamos con el tema, ¡realmente pueden hacer su dinero sentados en sus activos!

Nuestra motivación para publicar las cartas en el sitio web de la fundación benéfica de Nick es plantear el problema del “y luego qué”: es decir, si tiene la bendición de tener cierto éxito en la inversión, ¿entonces qué? En otra parte de este sitio web hemos descrito nuestro "qué entonces" pensando en una pestaña desplegable titulada "X-amount". Pero ese es nuestro

viaje y todos somos diferentes. (Aparte, estas pueden ser las únicas cartas de inversión publicadas en un sitio web de caridad, que hace la pregunta, ¿por qué no hay más? Y, si las hubiera, ¿podría ayudar a poner la actividad de inversión en un espacio psíquico más productivo?)

Invertir es una aventura maravillosa, reflexiva, pero también puede ser egocéntrica, una tendencia que puede verse reforzada por la riqueza que puede seguir. Creemos que es cierto que, una vez superada la cantidad X, el significado real viene con la reinversión en la sociedad a través de donaciones caritativas, que también puede ser una aventura reflexiva, desafiante y maravillosa, pero con la ventaja adicional de que parece que el mundo funciona correctamente. Esperamos que pueda unirse a nosotros.

Nick Sleep y Qais Zakaria, primavera de 2021.









18 ° de enero de de 2002

### **A los socios de Nomad Investment Partnership.**

Nomad Investment Partnership se lanzó a principios de septiembre de 2001 y comenzó

invirtiendo el 10 de <sup>septiembre</sup>. En el breve período transcurrido desde su creación, el fondo ha subido un 10,1%, lo que se compara con una ganancia del 3,9% para el índice MSCI World. El NAV bruto no auditado por acción al cierre de diciembre fue de U \$ 1101,42. Nomad es un fondo de rendimiento absoluto y la referencia aquí a un índice es simplemente para situar nuestro rendimiento, a corto plazo como está, en contexto. Esperamos batir el índice generosamente con el tiempo, pero solo como un subproducto de nuestra orientación de rentabilidad absoluta. También esperamos que el rendimiento absoluto de los principales índices sea modesto durante la próxima década, por lo que no es probable que el índice sea un gran obstáculo para el rendimiento.

Puede esperar de nosotros una carta anual e interina (esta es nuestra carta anual inaugural) y revisiones de inversión global ocho veces al año en las que analizamos nuestras ideas de inversión. Del administrador de Nomad (Daiwa Securities Trust and Banking, comuníquese con Dane Schmidt +353 1603 9921 con sus consultas) puede esperar un estado de cuenta mensual y estados financieros anuales e intermedios a partir de junio de 2002. Estamos considerando organizar una jornada de puertas abiertas una vez al día. año (se agradecería cualquier comentario sobre si esta sería una buena idea) y siempre estamos disponibles para sus consultas por teléfono o carta. La orientación de Nomad es genuinamente a largo plazo, y es probable que los informes más regulares, diarios, semanales, mensuales o de otro tipo, sean de poco valor para usted e incluso pueden ser contraproducentes para nosotros.

Resulta que nuestra fecha de lanzamiento fue bastante fortuita. El precio de las empresas cayó casi de inmediato y, a pesar de las contribuciones adicionales periódicas de nuevos inversores, pudimos invertir una parte considerable del fondo mucho más rápido de lo que hubiéramos anticipado y a precios que creemos producirán rendimientos muy satisfactorios. Hemos realizado 18 inversiones hasta la fecha que Bloomberg clasifica en 16 sectores diferentes que se detallan al dorso. Las categorías sectoriales de Bloomberg son bastante limitadas y, de hecho, hay una concentración notable en los medios (televisión, periódicos y editoriales) en alrededor del 21% de la cartera y hoteles, complejos turísticos y casinos que representan el 12% del fondo. El siguiente grupo más grande son los servicios de telecomunicaciones (móviles y por cable), que representan el 10% del fondo. La distribución geográfica es la siguiente: sudeste de Asia 32,8%; América del Norte 23,6%; Europa 12,7% y otros mercados emergentes 2,9%.

Cuando evaluamos inversiones potenciales, buscamos empresas que coticen aproximadamente a la mitad de su valor comercial real, empresas dirigidas por una gestión orientada al propietario y que empleen estrategias de asignación de capital coherentes con la creación de riqueza para los accionistas a largo plazo. Encontrar los tres es raro, y es por eso que creemos que Nomad tiene una ventaja material al ser un fondo global. Podemos buscar candidatos por todas partes y simplemente no estamos obligados a invertir en nada que no encaje. Chris Browne de Tweedy Browne ha comparado el proceso de investigación con el trabajo de detective o quizás con el periodismo de investigación, y no podríamos estar más de acuerdo.



Una característica de nuestras cartas de inversión será destacar una o dos de nuestras inversiones o discutir temas de inversión en general. Para aquellos de naturaleza particularmente inquisitiva o analítica, en el futuro también podemos adjuntar algunas notas de la reunión. Esta vez hemos seleccionado dos posiciones actuales que esperamos sean típicas de las selecciones de acciones de Nomad. El primero es International Speedway en los EE. UU. Y el segundo es Matichon en Tailandia.

International Speedway (aproximadamente el 3,7% de la cartera al final del año) posee y opera 12

6

Circuitos de carreras de motor en los EE. UU., incluidos Daytona, Watkin's Glen y Talladega, y es sede de 20 de las 39 carreras de Nascar. La Asociación Nacional de Carreras de Autos Stock Car (Nascar) fue fundada en 1948 por Bill France, quien había organizado carreras de motor en Daytona Beach en el período anterior a la guerra. Durante la guerra, el circuito de la playa se deterioró y, a su regreso, Francia se dispuso a alquilar circuitos locales para albergar carreras, pero sintió que el deporte realmente requería un organismo sancionador para establecer estándares comunes para los competidores y la seguridad de la pista (una rareza relativa en el tiempo) para levantar su imagen de su legado a la luz de la luna. Después de que la Asociación Estadounidense del Automóvil se negó a respaldar su idea, Francia estableció la Nascar y se anunció su primer presidente en 1948. Desde el principio, Francia pretendió que Nascar fuera emocionante y accesible al público, así como amigable con los patrocinadores, y la fórmula evolucionó hacia grandes campos de coches muy rápidos (200 mph +) en circuitos peraltados rodeados de grandes estadios atmosféricos.

Hasta hace muy poco, el automovilismo ha sido un deporte muy fragmentado: los organismos sancionadores han tendido a dividirse en facciones rivales que forman sus propias ligas, y las pistas se han desarrollado sobre una base ad hoc (algunas eran originalmente carreteras perimetrales a pistas de aterrizaje locales) y permanecieron bajo control. propiedad familiar. La Fórmula Uno, con su organismo sancionador dominante y un liderazgo casi totalitario bajo Bernie Ecclestone, es a la vez la excepción y, debido a su enorme éxito comercial, el punto de referencia. International Speedway ha crecido mediante la construcción y compra de circuitos en todo el sureste y más recientemente en otras partes de los EE. UU. Pero el verdadero premio de la consolidación es que la empresa ha mejorado sustancialmente su posición negociadora con las empresas de radiodifusión. En lugar de ser más pistas y órganos sancionadores que compradores de medios, las tablas ahora se han invertido. El atractivo para los anunciantes es que Nascar realiza carreras la mayoría de los fines de semana (bueno para llenar los horarios de programación), es solo en EE. UU. (A diferencia de la Fórmula Uno) y atrae a los Estados Unidos en masa. Cuando la industria negoció recientemente un contrato exclusivo de derechos de medios de siete años, la tasa se duplicó en el primer año, y para el período hasta 2007 se contrató para aumentar en un 17% adicional por año. Si bien esto es prometedor en sí mismo, estos eventos son rápidamente descontados por los mercados, y las acciones subieron a un máximo de U \$ 70 hace dos años.

Nuestro interés está en cómo se está distribuyendo la ganancia inesperada: la familia France (propietaria de Nascar) se quedará con el 10%, tenga en cuenta que esta suma se compara con mucho más cerca del 100% de los ingresos de la Fórmula Uno del Sr. Ecclestone, el 65% se divide entre los pistas (de las cuales ISCA gana la mayor parte), y el 25% se destina en premios a los pilotos y equipos. Este último punto puede ser importante porque a medida que aumenta el

dinero del premio, puede establecer un círculo virtuoso de nuevos participantes atraídos por el aumento de la "olla", que a su vez puede aumentar la audiencia y la atención de los medios. Es alentador que el equipo de carreras de Chrysler haya anunciado recientemente su regreso a Nascar después de una ausencia de varios años. En otras palabras, la empresa puede estar aplazando parte de las ganancias inesperadas para financiar el crecimiento futuro, que será incremental al aumento de los ingresos de los medios.

El precio de las acciones de ISCA en el momento de la inversión de Nomad (alrededor de la mitad de su nivel máximo) era una pequeña prima al costo de reemplazo de los circuitos y una valoración que descontaba solo un crecimiento bajo de un solo dígito en las ganancias. Es probable que el crecimiento del flujo de caja sea cíclicamente moderado a corto plazo y los inversores con un horizonte temporal a corto plazo, que nos parece que son la mayoría de los inversores profesionales, tendrán poco que los entusiasme. Esto está bien para nosotros, porque las perspectivas para los próximos cinco a diez años son muy positivas. Finalmente, ¿cómo se sienten CBS y Fox acerca de sus nuevos contratos de Nascar? Afirman estar muy animados; ahora tienen que negociar con una de las partes para completar 40 programas de programación de fin de semana y las audiencias han excedido sus proyecciones presupuestadas. Fox compró recientemente un canal de cable dedicado a los deportes de motor para albergar su cobertura de Nascar. ¡Continúe la negociación del contrato en 2006! En

7

descontando un crecimiento de solo 3% a 4%, el mercado valoró el negocio como si fuera solo una empresa promedio, cuando en nuestra opinión, International Speedway es una franquicia sólida como una roca con mejoras económicas y podría ser un ganador de varios años para los inversores que son lo suficientemente pacientes esperar.

Matichon (3,2% del fondo a fin de año) es el segundo periódico en tailandés de Tailandia y es una empresa que conocemos desde hace muchos años y en la que Marathon es también el tercer mayor accionista. No leemos tailandés y nos confiamos a nuestros amigos tailandeses que el contenido editorial está a favor de la reforma, y ciertamente tiene un estilo sensacionalista que lo diferencia del periódico más grande de Tailandia (Thai Rat), que es más "la vieja Tailandia". Es probable que Matichon no sea el Washington Post, pero de todos modos es un cuestionamiento saludable. El documento hace un llamamiento a la nueva generación de tailandeses que han crecido con un nivel de vida mucho más alto y más valores occidentales que sus padres y es interesante que la circulación haya crecido a un ritmo acelerado desde la crisis asiática. La empresa es un negocio familiar y ha evitado las trampas de incursionar en nuevos medios o apostar por nuevos títulos. En cambio, la firma se ha centrado en aumentar la audiencia y los márgenes a largo plazo. En un esfuerzo por promover la circulación, el precio de cobertura se ha mantenido bajo, pero esto tiene el efecto de que la mayoría de los ingresos provienen de la publicidad, que es mucho más cíclica y significa que los ingresos disminuyeron en un tercer punto máximo al mínimo. Sin embargo, el esfuerzo de reducción de costos ha sido asombroso, con el efecto de que el flujo de caja en 2000 es un 40% más alto que en 1996, ¡en las ventas un tercio menos! El 2000 es el primer año de una recuperación cíclica de la publicidad, y las tasas están ahora un 20% por encima de su mínimo pero alrededor de un 50% por debajo del pico cíclico anterior. En otras palabras, puede que quede un largo camino por recorrer.

Entonces, ¿cuánto vale Matichon? Las acciones alcanzaron un máximo de Tb300 (U \$ 12) en 1994 y ahora han caído a Tb50 (U \$ 1, ajustando la caída de la moneda). La caída del precio de las acciones es tanto más sorprendente cuanto que la empresa no tiene

deudas. Nuestra empresa está valorada actualmente en 0,75 veces los ingresos o cuatro veces nuestra estimación de flujo de caja libre normalizado. Esto es aprox. un tercio de nuestra estimación de su valor y puede ser tan bajo como un cuarto de la valoración de sus pares occidentales. La familia posee el 25% de las acciones y ha aprovechado las ganancias de la reducción de costos para triplicar el dividendo desde el mínimo, por lo que los inversores ahora tienen un rendimiento de dividendos del 9% mientras esperan que el ciclo mejore. Y mejore lentamente, se espera que las tasas aumenten suavemente este año y el próximo, por lo que es probable que la paciencia también se vea recompensada aquí.

Entonces, casi cuatro meses desde el inicio, ¿dónde estamos ahora? Nuestras inversiones se cotizan actualmente en los mercados con descuentos considerables respecto a nuestra evaluación de su valor real, el rendimiento es satisfactorio y seguimos con una importante tenencia de efectivo de aproximadamente el 28% del fondo al final del año, aunque puede esperar que disminuya notablemente. Si bien somos conscientes de que tener efectivo no cumple con nuestros objetivos de inversión a largo plazo (por no hablar de ganar nuestras tarifas de incentivo), no tenemos prisa por invertir el dinero en empresas que no cumplen con nuestros criterios. Los mercados son muy volátiles y, por supuesto, esperamos operar con algo de efectivo o bonos. También tenemos muchas ideas en las que estamos trabajando. También puede estar seguro de que los conocedores de Marathon son el grupo más grande de inversores en Nomad.

Como siempre, valoramos su apoyo y agradecemos sus comentarios.

Tuyo sinceramente

Nick Sueño

8

### **Asociación de inversión nómada.**

#### **Informe provisional Para el período terminado en junio 30 de <sup>xx</sup> de 2002.**

Los resultados brutos de Nomad Investment Partnership para el segundo trimestre y el primer semestre de 2002, así como desde el inicio, se muestran a continuación, junto con resultados comparables para un índice bursátil global líder:

El 30 de junio ° 2002	<u>Nómada</u> <u>Inversión</u>	<u>Mundo</u> <u>MSCI</u> <u>Índice US \$</u>
3 meses	-4,67%	-8,99%
6 meses	+3,99	-8,60
Desde el inicio (09/10/01)	+14.54	-5,22

En el contexto del marco de tiempo de la Asociación, me temo que los resultados anteriores no son tan significativos ya que, después de todo, solo se han elaborado nueve meses. Quizás sean un comienzo razonable, ciertamente comparado con las alternativas que

presentan los principales índices. Aun así, lo que buscamos son retornos absolutos y, en este sentido, nuestros resultados son justos.

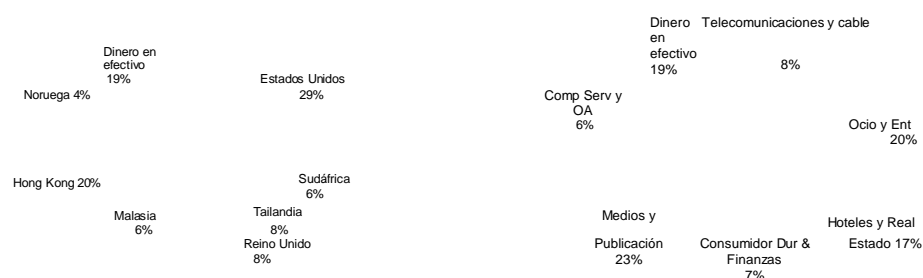
Se puede obtener algo de información sobre nuestro desempeño en las primeras cartas de asociación de Buffett a los inversores que tuvimos la suerte de enviar recientemente. En la carta de 1960 Buffett escribe:

*“He señalado que no se debe esperar que cualquier récord superior que logremos sea evidenciado por una ventaja relativamente constante en el desempeño en comparación con el Promedio. Más bien, es probable que si se logra tal ventaja, sea a través de un desempeño mejor que el promedio en mercados estables o en declive y un desempeño promedio, o quizás incluso más pobre que el promedio en mercados alcistas”.*

No habíamos pensado explícitamente en los resultados de las inversiones de esta manera, aunque es axiomático que los resultados para los inversores de valor durante los auges serán más pobres que el promedio y los resultados después de los auges, mejores que el promedio. El historial a largo plazo de Marathon demuestra el mismo patrón, y el desempeño de Nomad desde el inicio también está en línea con este fenómeno. Por lo tanto, debería esperar que lo hagamos relativamente bien a medida que la burbuja se derrumbe.

Algunos inversores han solicitado estadísticas para ayudar a describir las características del fondo. Hemos incluido aquí lo que puede ser útil: La Alianza se ha invertido en veintiuna empresas en siete países. Bloomberg clasifica estas empresas en dieciocho industrias diferentes, aunque su clasificación es quizás bastante limitada. En nuestra opinión, la Alianza tiene una concentración notable en relativamente pocos sectores: medios y editorial; ocio, entretenimiento y casinos; y hoteles e inmobiliarias. Se han realizado inversiones más pequeñas en telecomunicaciones y cable; bienes de consumo duraderos y finanzas; y servicios informáticos y ofimática. La distribución de las inversiones por geografía e industria se ilustra gráficamente a continuación.

Gráfico 1: Distribución de inversiones por geografía e industria



Fuente: Marathon Asset Management

El fondo tiene una ganancia en dieciocho de sus veintiuna inversiones en comparación con el precio de compra medio. Por aquellas acciones que han caído hemos comprado más. Esto nos recuerda "Un pequeño consejo maravilloso" que ofrece Fred Schwed en su libro "¿Dónde están los yates de los clientes?" (lectura recomendada para aquellos con un sano desdén por Wall Street y sus prácticas, así como un interés en la psicología post-boom).

*“Cuando hay un auge del mercado de valores y todo el mundo está luchando por las acciones ordinarias, tome todas sus acciones ordinarias y véndalas. Tome las ganancias y compre bonos conservadores. Sin duda, las acciones que vendió subirán. No preste atención a esto, solo espera la depresión que vendrá tarde o temprano. Cuando esta depresión, o pánico, se convierta en una catástrofe nacional, venda los bonos (quizás con pérdidas) y recompra las acciones. Sin duda, las acciones bajarán aún más. Nuevamente, no preste atención. Espere el siguiente boom. Continúa repitiendo esta operación mientras vivas y tendrás el placer de morir rico ”.*

La frase operativa aquí es "no hagas caso". Esto no se hace fácilmente. Muchos inversores están obligados profesionalmente a "prestar atención" a la última tendencia por miedo a perderse algo (¡prestar atención y ser invertido!). La disfuncionalidad del inversor a corto plazo nos la describió claramente un compañero inversor de valor a largo plazo recientemente. Imagínese, dijo, que sabía con certeza del 100% de los resultados, que en Enero 1<sup>st</sup> próximo año una empresa vendría por alguna buena fortuna, tal vez un contrato con el gobierno o de la concesión de licencias, lo que resultaría en el precio de la acción rápidamente creciente décuplo. Tú y yo compraríamos las acciones hoy y esperaríamos. Sin embargo, para el inversor a corto plazo, la utilidad de esta información sería nula hasta después de que finalice este año. Esto se debe a que siente que debe desempeñarse este trimestre, el próximo y para fin de año por temor a que un desempeño por debajo de la media le cueste su trabajo. Por lo tanto, una parte que puede ser plana durante el resto del año no le sirve de nada. Esta historia ilustra la dinámica dominante en los mercados de hoy: los plazos de inversión están muy comprimidos y pocos inversores parecen molestarse en evaluar el valor real de una empresa, pero en cambio responden al último punto de datos para determinar la dirección del precio de las acciones. Esta es una inversión de impulso y es el mecanismo por el cual las acciones caras se vuelven muy caras, al igual que las acciones baratas pueden volverse muy baratas. En el ejemplo anterior, ambos grupos de inversores pueden incluso haber acordado en privado que la acción en cuestión era una inversión pendiente, pero solo uno habría comprado. Puede confiar en que seremos el comprador.

Esta no es una discusión totalmente teórica. Solo esta semana Estée Lauder, una compañía que admiramos mucho y que consideraríamos poseer si alguien nos la vendiera a un precio razonable, anunció que las ganancias disminuirían ya que la firma había decidido invertir en

la construcción de marca. Se podría esperar que dicha inversión aumente el crecimiento de los ingresos a largo plazo y el poder de fijación de precios, pero, aun así, el precio de las acciones disminuyó un 15% debido a las noticias. La razón fue que los inversores a corto plazo respondieron a la advertencia sobre las ganancias del próximo trimestre y se perdieron las perspectivas a largo plazo. Como diría Fred Schwed "no hagas caso a esto". En efecto, la empresa había sido castigada por los mercados por ser sensata. Es este comportamiento el que nos entusiasma y abre oportunidades de inversión.

Algunas estadísticas finales sobre las características del fondo. Aproximadamente el 37% del fondo se invierte en operaciones de franquicia de calidad, difíciles de copiar, como periódicos, una estación de televisión, hipódromos, marcas de consumo y casinos; El 27% se invierte en lo que podría describirse como negocios basados en activos con descuento, como propiedades, hoteles o conglomerados, donde los activos fijos o el efectivo constituyen una gran parte del valor de tasación, y finalmente el 17% se invierte en entrenamientos de valor profundo como Xerox ( ver más abajo) donde los precios están deprimidos por factores temporales como las ganancias a corto plazo, la deuda o el legado de la administración anterior. Es la primera categoría que contiene a nuestros ganadores actuales y la última que contiene a nuestros perdedores. Con el tiempo, ambos contendrán ganadores. En conjunto, estimamos que nuestras inversiones están actualmente cotizadas por el mercado al 51% de su valor real, es decir, en nuestra opinión, hemos comprado billetes de dólar por 51 centavos.

En nuestra última carta describimos nuestra inversión en International Speedway (el operador de hipódromos de Nascar) y Matichon (el segundo negocio de periódicos más grande de Tailandia), y en recientes Global Investment Reviews hemos hablado de inversiones en Saks y Primedia. Eso es el 20% de la cartera cubierta. En esta edición pensé que podríamos discutir una inversión sobre la que probablemente haya leído en la prensa, Xerox Corporation, y un error en el análisis, Monsanto Company, que vendimos. De esa manera, no se hará ilusiones sobre la falibilidad de su gerente.

Xerox será familiar para muchos como fabricante de prensas, fotocopadoras e impresoras. La firma tiene ingresos anuales de U \$ 17 mil millones y un nicho en impresoras de alta gama (U \$ 100,000 +) donde la firma tiene alrededor del 70% de participación de mercado. Es una operación de crecimiento moderado pero razonablemente rentable. La empresa disfrutó de varios años buenos a principios y mediados de la década de 1990 tras la introducción de una nueva generación de máquinas, pero a finales de la década de 1990 el crecimiento había disminuido notablemente. Quizás consciente de que Wall Street premió el crecimiento de las ganancias por encima de todas las demás métricas, la gerencia afirmó que las ganancias por acción aumentarían en un 15% anual y las acciones comenzaron a subir para descontar la casi certeza de que lo harían. Sin embargo, es difícil lograr un crecimiento del 15% en las ganancias durante cualquier período de tiempo, especialmente a partir de un negocio de crecimiento de ingresos del 5% y la administración comenzó, y de hecho fue incitada por Wall Street, para encontrar el crecimiento de una fuente alternativa.

En una caricatura publicada en el Wall Street Journal, dos contadores se sientan uno frente al otro en una celda de la prisión. Ya sabes, uno le dice al otro, ¡en contabilidad es mejor pensar dentro de la caja! La gerencia de Xerox habría hecho bien en leer esta caricatura en 1996 o 1997, ya que fue en ese momento cuando la gerencia comenzó a esforzarse demasiado para aumentar las ganancias. Una de las formas en que se logró esto fue a través de la contabilización de las ganancias de los contratos de arrendamiento a largo plazo por adelantado. Es muy posible, de hecho probable, que uno pueda tener una vida feliz y exitosa sin saber acerca de la contabilidad de arrendamiento y venta, por lo que si el tema lo aburre, omita el siguiente párrafo.

Para todos los demás, bienvenidos a la Declaración de Normas de Contabilidad Financiera No. 13 "Contabilidad de Arrendamientos". Intentaremos ser breves. Hay dos tipos de arrendamientos, operativos y

11

tipo de venta. En un arrendamiento operativo, un arrendatario alquila un artículo por un período corto y los pagos totales de alquiler suelen ser una fracción del valor del artículo alquilado. Los contratos de alquiler de coches suelen ser de este tipo. La diferencia entre un arrendamiento operativo y un arrendamiento de tipo venta es una cuestión de escala. Un arrendamiento de tipo venta es generalmente por un período mucho más largo y en efecto transfiere una porción mucho mayor del valor económico del activo al arrendatario, un contrato para el uso de un avión por el resto de su vida económica sería una venta. -tipo de arrendamiento. El primero es un contrato de alquiler, el segundo más una venta. Ahora para la contabilidad. Los contadores diferencian entre los dos utilizando SFAS 13 que establece que los contratos que transfieren el 75% o más de la vida económica del activo arrendado, o donde los pagos mínimos por arrendamiento son 90% o más que el valor razonable del activo, se tratarán como un arrendamiento de tipo venta, con valores menores tratados como arrendamiento operativo. La diferencia crucial es cómo se registran en las cuentas. Los arrendamientos de tipo venta requieren que el activo arrendado se registre como si se vendiera por completo, lo que de hecho genera ingresos y ganancias. Por el contrario, los pagos en virtud de un arrendamiento operativo se registran de forma incremental durante el plazo del arrendamiento. Es importante señalar que si una transacción se considera un arrendamiento operativo o un arrendamiento de tipo venta, el flujo de efectivo no se ve afectado. El cliente aún paga el alquiler, según sea necesario, es solo la contabilidad lo que implica que ha sucedido algo más.

Cuando Xerox arrienda una impresora costosa, a menudo es en forma de un contrato de cinco años que incluye equipos, un contrato de servicio y financiamiento. Sin embargo, en un contrato combinado existe cierta discreción en cuanto a cuánto es atribuible al valor del equipo y cuánto debe aplazarse para años posteriores en reconocimiento del financiamiento, el mantenimiento y el servicio. Por lo tanto, se puede entender cómo la administración, repleta de opciones sobre acciones y el crecimiento de las ganancias por bonos relacionados con las acciones, fue fuertemente incentivada para reconocer las ganancias por adelantado y SFAS 13 les permitió hacerlo. El valor del equipo se aumentó incorrectamente en relación con el servicio, el financiamiento y el mantenimiento, lo que permitió a la empresa tratar la transacción como un arrendamiento de tipo venta y requirió que el valor inflado del equipo se contabilizara como si se vendiera. Un doble golpe de ingresos inflados y ganancias reconocidas anticipadamente. Esto no parece ilegal, aunque difícilmente es conservador. Incluso podría haber importado menos si Xerox no hubiera confiado en el mercado de papel comercial para financiar su negocio de cuentas por cobrar. Cuando la empresa anunció que las ganancias estarían por debajo de las expectativas de Wall Street, la SEC anunció una investigación sobre la contabilidad de la empresa y los auditores fueron reemplazados, el resultado fue que los mercados crediticios casi se cerraron para la empresa y las acciones cayeron al 7% de su precio máximo.

Es importante poner esto en perspectiva. En los cinco años hasta 2001, los ingresos acumulados de Xerox se acercaron a los 90.000 millones de dólares, de los cuales 6.400 millones de dólares se contabilizaron incorrectamente. El flujo de caja y el flujo de caja libre, la base de nuestra valoración de la empresa, no se ven afectados en absoluto. Los clientes continuaron pagando sus facturas mensualmente según lo acordado. Los errores operativos asociados con las extensiones de productos, nuevamente diseñados para aumentar la tasa de crecimiento, se han revertido y la inversión en investigación y desarrollo se ha mantenido en alrededor de U \$ 1 mil millones por año, independientemente de la confusión general. A principios de este año, la firma completó las negociaciones con sus bancos para pagar las deudas durante los próximos años en incrementos fácilmente digeribles que

deberían financiarse con el flujo de caja generado internamente y U \$ 1.800 millones en efectivo disponible. El cambio operativo ya está en marcha, y un nuevo ciclo de producto, en algunas líneas los primeros productos nuevos en diez años, verá productos lanzados al doble de la tasa de finales de los noventa. Incluso después de que se hayan nombrado nuevos auditores, el debate sobre la contabilidad continúa. Es con cierta ironía que los contables reemplazados protesten porque las ganancias de Xerox ahora están subestimadas. Xerox podría estar solo en las empresas estadounidenses a este respecto. Y, como para demostrar que la verdad es más extraña que la ficción, la nueva metodología contable resultará en mayores ingresos y ganancias en los próximos años que bajo la anterior política desacreditada. Esto no nos importa un ápice, tenga en cuenta de nuevo: el flujo de caja no ha cambiado.

12

Entonces, ¿cuál es el valor del negocio? La firma tiene alrededor de U \$ 1bn en flujo de caja libre al año después de intereses, impuestos y niveles de mantenimiento del gasto de inversión (capex, marketing e I + D) lo que debería permitir una deuda neta de alrededor de U \$ 2bn (U \$ 17bn de las deudas totales se compensan contra U \$ 15 mil millones de cuentas por cobrar comerciales y a largo plazo y efectivo) que se reembolsarán en los próximos años. De hecho, si el carrito de la manzana se trastorna, es probable que provenga de una emisión diluida de acciones, algo a lo que estamos presionando a la gerencia para que se resista, con suerte de manera más efectiva que los banqueros que los incitan. La valoración de mercado actual de U \$ 4.500 millones es de solo cuatro años y medio de flujo de caja libre o cuatro años y medio de gasto en investigación y desarrollo. Estimamos que el valor capitalizado del activo de I + D puede rondar los U \$ 7.000 millones o aproximadamente un 50% más que la capitalización bursátil actual. Como fuente de ingresos, la empresa puede valer alrededor de U \$ 14 por acción en nuestra opinión, aunque el aumento en los lanzamientos de nuevos productos de dos a cuatro por año durante los próximos tres años también puede resultar en un crecimiento modesto. Actualmente la empresa está valorada en U \$ 6 por acción, menos de la mitad de nuestra valoración de su valor real. El volumen de negociación de las acciones de Xerox implica que los inversores poseen las acciones durante menos de cuatro meses en promedio, un horizonte de tiempo que implica que pocos inversores se centran en el valor a largo plazo del negocio, sino que apuestan por el resultado del próximo trimestre. Suplementos ricos, sospechamos, para el paciente.

Ahora nuestro error analítico. Monsanto fabrica y comercializa semillas y fertilizantes genéticamente modificados y es una empresa con buena economía, buen potencial de crecimiento, buena gestión y un bajo precio de las acciones. Está justo en la calle de Nomad. Sin embargo, también es un negocio con pasado. A mediados de la década de 1990, Monsanto consistía en el negocio de semillas, un negocio de productos químicos básicos (Solutia) y las operaciones de medicamentos de GD Searle. En 1997, Solutia se escindió a accionistas de Monsanto y, a principios de 2000, Pharmacia Corp compró las operaciones restantes de Monsanto, antes de escindir el negocio de semillas para retener el negocio de medicamentos de Searle. Sin embargo, el problema se presenta en forma de posibles costos de limpieza ambiental y daños punitivos relacionados con la planta de PCB de Solutia en Alabama. El propio balance de Solutia está cargado de pasivos y deudas sanitarias y cualquier adjudicación que no pueda ser satisfecha por Solutia pasa a la sociedad matriz, en este caso Pharmacia. Sin embargo, y aquí está el problema, Monsanto ha indemnizado a Pharmacia por cualquier daño ambiental o punitivo incurrido como resultado de las operaciones de Solutia. No sabemos si hay alguno, o de hecho el tamaño de los daños que se pueden otorgar, y el asesor legal no puede determinar dónde se ubicaría una indemnización en la lista de acreedores en caso de quiebra de Solutia. Esto significa que no sabemos



cuánto, si alguno, de los pasivos revertiría a Monsanto. Lo que sabemos es que el valor para nosotros, el accionista de Monsanto, puede ser decidido por un juez en un tribunal de Alabama, y por eso estamos nerviosos. En nuestro análisis original pasamos por alto la indemnización, y fue solo al leer las presentaciones recientes de la compañía ante la SEC que nos llamó la atención la indemnización enterrada en las notas de las cuentas. El efecto es que ya no confiamos en valorar a Monsanto con certeza y lo más prudente fue vender nuestras acciones por aproximadamente el precio que habíamos pagado. De hecho, hemos sido afortunados porque las acciones se han reducido a la mitad de nuestro precio de venta.

Entonces, ¿a dónde hemos llegado? El fondo está invertido en un 81% y el rendimiento de la inversión es razonable en términos absolutos y considerablemente mejor que los promedios del mercado. En Occidente, los inversores se orientan a muy corto plazo, están nerviosos y los precios de las acciones son volátiles. Nos parece bastante probable que en los próximos años las empresas tengan precios muy bajos en el mercado, y ya están surgiendo focos de valor real en las industrias más despreciadas. En Asia, el ciclo de beneficios apenas está comenzando, en todo caso, el sesgo es subestimar los beneficios por motivos fiscales y las valoraciones siguen siendo modestas.

13

Una última palabra sobre la necesidad de paciencia. Somos conscientes de que varios inversores son nuevos en el fondo desde principios de año, por lo que puede valer la pena reiterar algunas reglas básicas para que todos sepamos dónde nos encontramos. Una de las ventajas clave de Nomad será la paciencia agregada de su base de inversores. Realmente estamos invirtiendo a largo plazo (¡pocos!), En firmas modestamente valoradas dirigidas por equipos de gestión que pueden estar tomando decisiones cuyos frutos pueden no ser evidentes en los próximos años. A pesar de los comentarios del Sr. Buffett, es probable que a corto plazo nuestros resultados sean tan malos como buenos, pero confiamos en que a largo plazo serán satisfactorios. Si Nomad va a tener una ventaja competitiva sobre nuestros pares, esto provendrá de las habilidades de asignación de capital de su gerente (si lo hubiera) y la paciencia de nuestra base de inversionistas. Solo mirando más lejos que la multitud a corto plazo podemos esperar vencerlos. Es por esta razón que nombramos a Nomad una Sociedad de Inversión y no un fondo. La relación que buscamos es bastante diferente.

Como siempre, le agradecemos su confianza, valoramos su apoyo y agradecemos sus preguntas.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

**Asociación de inversión nómada.**

**Informe de fin de año  
Para el período terminado en diciembre 31 de <sup>st</sup>, 2002.**

Los resultados brutos de Nomad Investment Partnership para los seis y doce meses hasta diciembre de 2002, así como desde el inicio, se muestran a continuación, junto con resultados comparables para un índice bursátil global líder:

A diciembre 31 de <sup>st</sup> , 2002:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice US \$</u>
6 meses	-2,59%	-11,97%
Un año	+1,30	-19,54
Desde el inicio (09/10/01)	+11.57	-16,28

Nunca es gratificante informar sobre un período en el que el precio de mercado de su inversión en la Asociación ha disminuido, como lo ha hecho en los últimos seis meses. Tampoco nos complace mucho señalar que las alternativas presentadas por los principales índices bursátiles han salido mucho peor, pero como dijimos en la carta interina publicada en julio, "en mercados débiles o planos deberían estar esperando que lo hagamos relativamente bien".

Sin embargo, es casi seguro que en cualquier período de tiempo el rendimiento de la inversión de la Asociación solo se aproximará al cambio en el valor real de nuestras empresas e, incluso entonces, puede ser solo una aproximación muy general. Algunos años, el rendimiento de nuestras inversiones superará el crecimiento en el valor de nuestros negocios, en otros puede ocurrir lo contrario, como creemos que fue el caso en 2002 y lo discutiremos con más detalle en esta carta.

Vale la pena señalar también que los resultados de la Asociación se han logrado sin apalancamiento, cortocircuito o derivados financieros de ningún tipo, ni deseamos emplear tales técnicas. Más bien, nuestros resultados se han logrado a la antigua, mediante la compra de valores en negocios razonables a precios reducidos. Quizás resulte instructivo que estas viejas técnicas, aunque profundamente pasadas de moda en los círculos financieros modernos, funcionen bien. Por ejemplo, nuestros resultados incluyen la desaparición de Conseco, que se acogió al Capítulo 11 de la protección por bancarrota en diciembre. Hemos retenido nuestras acciones en la empresa y las encontrará incluidas en el estado de inversiones al final de esta carta, aunque esperamos que sean prácticamente inútiles. Los errores de inversión son inevitables y, de hecho, hasta cierto punto deseables, y no tenemos ningún interés en ocultárselos (o en el escaparate de la cartera); como dicen, es lo que es. En la revista *Global Investment Review* de septiembre se publicó un mea-culpa completo de Conseco (Volumen 16, No 6). Dicho todo esto, nos complace poco, por no hablar de las comisiones de rendimiento, ganar el equivalente a las tasas del mercado monetario mientras invertimos en el mercado de valores. Lo que buscamos son rendimientos absolutos y, en este sentido, nuestros resultados desde el inicio son justos.

Durante el final del verano y el otoño, cuando los inversores estaban más deprimidos, hicimos varias inversiones nuevas y, en algunos casos, las añadimos a las posiciones existentes. Aunque el tiempo lo dirá, este período puede marcar el final del cambio de humor de los inversores de la euforia al cambio de milenio a la manía depresiva casi tres años después. La evidencia anecdótica sugiere que los inversores no piensan con claridad. Tomemos, por ejemplo, los acontecimientos recientes en una de nuestras inversiones en el Reino Unido, Georgica Plc. Un día a principios de noviembre, la empresa emitió un comunicado de prensa.

15

que comenzó de la siguiente manera:

*“Georgica Plc ha señalado hoy que se ha designado un administrador para Riley Leisure Limited. Georgica desea enfatizar que Riley Leisure Limited no es miembro del grupo Georgica, aunque los negocios Cue Sports de Georgica se comercializan bajo el nombre de Riley”.*

Ese anuncio no impidió que el precio de las acciones cayera más del 6% ese día. Es de suponer que alguien, en algún lugar, había decidido que la empresa que ahora administraba era propiedad de Georgica y, sin comprobarlo, vendió apresuradamente sus acciones. Los inversores nerviosos tienden a disparar primero y hacer preguntas después. Como dice el refrán, actúa con prisa, arrepíentete a placer. Nos alegró especialmente que Georgica reanudara su programa de recompra de acciones la semana siguiente. Una cabeza fría bajo presión es lo que se requiere.

El resultado de nuestras compras recientes es que el efectivo como proporción del fondo total se ha reducido de más del 20% durante el verano a alrededor del 5%, con gran parte del saldo restante destinado a una inversión que nos gustaría describir en nuestro siguiente carta, es cuando hayamos terminado de adquirir nuestras acciones. (La discreción al invertir es normalmente una ventaja). Esto significa que, en efecto, estamos cerca de invertir por completo. También sentimos que hay muchas inversiones infravaloradas disponibles para nosotros, en las que podríamos poner a trabajar capital incremental. Puede esperar que le avisemos cuando ocurra lo contrario y encontremos poco disponible a precios razonables. Pero por ahora, para aquellos con un horizonte a largo plazo, creemos que es un buen momento para realizar inversiones.

Después de nuestras compras recientes, las características de la Alianza son las siguientes: 41% de los activos están invertidos en franquicias “difíciles de copiar” como estaciones de TV, periódicos, revistas o una pista de carreras de autos; El 31% del fondo se invierte en negocios respaldados por activos como hoteles, casinos, conglomerados o aquellas empresas donde el efectivo del balance constituye una gran parte de la valoración actual; y, finalmente, el 22% del fondo se invierte en trabajos de valor profundo donde la rentabilidad está temporalmente deprimida y donde la empresa tiene montos considerables de deuda. En conjunto, estas inversiones tienen un precio de mercado en torno al 50% de lo que creemos que valen las empresas, es decir, creemos que hemos comprado billetes de dólar por unos cincuenta centavos. Cabe señalar también que casi la mitad de nuestras empresas (en número, más en valor) están recomprando deuda o recomprando acciones y en dos tercios de nuestras empresas ha habido una notable compra de información privilegiada. En un tercio de nuestras inversiones ha habido tanto compras internas como recompra de deuda o acciones.

Nomad tiene un mandato de inversión tan amplio como podamos imaginar. Podemos, por ejemplo, comprar acciones ordinarias, acciones preferentes, deuda o bonos convertibles. Al analizar una empresa, evaluamos los méritos de invertir en todos los niveles de la estructura de capital, pero hasta la fecha hemos concluido que las acciones ordinarias y preferentes han sido las inversiones más atractivas. Sin embargo, hemos intentado comprar bonos de dos empresas que cotizaban a gran escala y, en nuestra opinión, descuentos injustificados a su valor nominal. ¿Cómo se intenta comprar un bono, pero fracasa? Una forma es que la empresa sea más agresiva en la licitación de los bonos que nosotros. De hecho, parece en un caso que la empresa, como parte de un programa de recompra de deuda, pudo haber tenido una orden permanente con todos los creadores de mercado en Wall Street para comprar cualquiera de sus bonos que se ofrecieron y no dejar ninguno en sus manos. de terceros. Esto puede parecer injusto, pero la gerencia obtiene una puntuación alta por entusiasmo, y sus accionistas, de los cuales Nomad es uno, deberían aplaudir tales acciones. A la luz de los márgenes crediticios récord disponibles en los EE. UU. Y la irracionalidad generalizada de los inversores, así es exactamente como queremos que la administración de nuestra empresa

dieciséis

comportarse. Una cabeza fría bajo presión una vez más.

Algunas estadísticas finales solicitadas para ayudar a describir las características del fondo: La Alianza se invierte en veinticinco empresas de ocho países. Bloomberg los clasifica en veintidós industrias diferentes, aunque sus definiciones de industria son bastante limitadas. En nuestra opinión, siguen existiendo concentraciones notables en la publicación, la radiodifusión y los medios de comunicación (27% de los activos de la sociedad); hoteles, casinos e inmobiliarias (23%); bienes de consumo y minoristas (18%); y proveedores de telefonía, cable y equipos (12%). También hay participaciones en transporte (9%) y ofimática y servicios de información (6%), con un saldo ahora disminuido en efectivo. Geográficamente, la distribución es la

siguiente: EE.UU. 41%, Hong Kong 14%, Reino Unido 12%, Tailandia 9%, Sudáfrica 6%, Malasia 5% y Noruega y Singapur 4% cada uno.

En cartas anteriores y revisiones de inversión global, hemos discutido el caso de inversión para Saks, International Speedway, Matichon, Xerox, Hong Kong y Shanghai Hotels, Conesco (¡augh!), Kersaf y uno de nuestros vendedores, Monsanto. Eso es aproximadamente el 30% de la cartera cubierta. Esta vez me gustaría hablar sobre nuestra inversión en Stagecoach (8,6% de los activos de la Asociación) y Costco Wholesale (3,1% de los activos de la Asociación).

Stagecoach es la compañía operadora de autobuses más grande del Reino Unido, opera los servicios de trenes de cercanías desde la estación de Waterloo de Londres y los servicios de autobuses en Escandinavia, Hong Kong, Nueva Zelanda y los EE. UU. La empresa cotizaba en Londres cuando las acciones se vendieron al público a 20 peniques en 1993. A principios de la década de 1990 y después de años de propiedad nacional, el sistema de autobuses del Reino Unido fue desregulado con el derecho a operar servicios, depósitos y autobuses vendidos en subasta a empresas privadas. empresas como Stagecoach. El sistema estaba listo para una revisión, los autobuses tenían un horario deficiente y funcionaban para la conveniencia del conductor y el conductor en lugar de los pasajeros y las tarifas se recolectaban de manera irregular. Brian Souter, el director ejecutivo emprendedor y franco de Stagecoach, comenzó su carrera como conductor de autobús y era bueno haciendo bien las cosas simples, como cobrar tarifas, subirse a más autobuses durante la hora pico, repartir tazas y banderas a los pasajeros en nuevos servicios, pintar autobuses con colores brillantes y, sobre todo, socavar la competencia estatal restante. La desregulación de autobuses resultó ser un gran éxito en el Reino Unido, ya que el número de pasajeros creció y se copió en el extranjero, lo que dio como resultado que Stagecoach tuviera una ventaja natural al exportar su marca de servicios de autobús desregulados. En 1996, cuando la empresa desarrolló negocios en Escandinavia, Hong Kong y partes de África, y dentro de los diez años de cotización, los ingresos y las ganancias se multiplicaron por diez y el precio de las acciones alcanzó un pico de £ 2,85 en 1998. Una nota de investigación de la ciudad tuvo problemas con la precio de las acciones en ese momento, pero llegó a la conclusión de que una "prima de Souter" podría ser apropiada. Souter se jubiló a finales de la década de 1990 como uno de los hombres más ricos de Gran Bretaña y entregó las operaciones diarias a la siguiente generación de directivos, aparentemente dejándoles instrucciones para mantener el dividendo.

Fue casi al mismo tiempo que comenzaron los problemas. No era ningún secreto que operar autobuses podía ser un negocio razonable y, a medida que se extendía la desregulación, las empresas de autobuses de todo el mundo querían operar en otros lugares y el precio de las franquicias subió. Un patrón similar siguió a la desregulación de los servicios públicos y telefónicos estadounidenses a fines de la década de 1990. Stagecoach comenzó a buscar crecimiento en otros lugares y compró una participación minoritaria en un operador de carreteras de peaje chino y el control de un negocio de arrendamiento de trenes que vendió poco después. Sin embargo, el gran error vino con la compra arrogante de Coach USA, en sí misma una acumulación financiada con deuda de varias operaciones dispares de autobuses, taxis y autocares chárter que habían sido ensambladas por banqueros de inversión y una compra apalancada. fondo de salida (LBO). El precio pagado era demasiado alto, las operaciones tenían poco mérito económico por sí solas, y mucho menos agrupadas, y la adquisición se había financiado con deuda. En resumen, la empresa se había preparado para

comprar una empresa que valga una fracción del precio de compra. Luego empeoró. La mejora de las operaciones de Coach USA requirió un gran programa de inversión (gracias,

fondo LBO) al mismo tiempo que la empresa se había comprometido a renovar la flota de autobuses del Reino Unido. Las operaciones en EE. UU. Eran bastante diferentes a las simples operaciones de autobuses de cercanías con horarios fijos que la empresa había operado en el Reino Unido, y requirieron más tiempo de gestión, en detrimento del negocio del Reino Unido, que fue ignorado y comenzó a flaquear. No es difícil dirigir una empresa de autobuses rentable "pero es necesario mantener las placas girando [hacer bien las cosas simples]", afirmó Souter, y la dirección había dejado de girar las placas. Las acciones que alcanzaron un máximo de 2,85 libras esterlinas en 1998 alcanzaron los 10 peniques a finales de 2002, o la mitad de su precio de oferta pública inicial diez años antes. Cuando se recortó el dividendo final en julio de 2002, la gerencia fue despedida y Souter regresó de la semijubilación.

Souter comenzó a eliminar los negocios débiles, un proceso al que Charlie Munger, vicepresidente de Berkshire Hathaway, se refiere como el "enfoque de la cirugía del cáncer". Esto a menudo funciona porque normalmente hay una joya en el corazón de la mayoría de las empresas que a menudo se ha utilizado para financiar nuevas empresas o que la administración impaciente la da por sentada. A medida que la joya se diluye por proyectos menos exitosos, el rendimiento agregado disminuye y las valoraciones se atrofian o incluso caen. La estrella en este sentido y en la que invirtió Munger es Coca-Cola, que a mediados de la década de 1980 se había convertido en un conglomerado mal definido que incluía una granja camaronera, una bodega, un estudio de cine y un escalofrío al pensar, ¡incluso poseía sus propias plantas embotelladoras! A medida que los negocios más pobres fueron eliminados, para revelar la joya que es la operación de fabricación y comercialización de jarabe, las acciones de Coca-Cola se multiplicaron por diez en la década siguiente.

En Stagecoach, la solución es relativamente simple: dejar de invertir en operaciones deficientes en EE. UU., Vender los peores negocios por valor de activos, pagar la deuda y, al hacerlo, devolver el negocio a su joya, la operación de autobuses en el Reino Unido. Cuando Marathon conoció a Souter a principios de diciembre, se refirió a las operaciones del Reino Unido como bajo la sombra de adquisiciones más recientes (un "Negocio Cenicienta"), pero que "ellos [la gerencia y los empleados de UK Bus] eran las únicas personas felices de verme atrás": Souter está deseando volver a hacer girar los platos. La empresa tiene el lujo relativo de una flota de autobuses moderna, por lo que los altos niveles de flujo de caja libre de la empresa se pueden utilizar para pagar la deuda. Los bancos han brindado apoyo, incluso hasta el punto de permitirle a la empresa recomprar su deuda pública (con importantes descuentos sobre el valor nominal) a pesar de que la deuda pública vence después de que expiren las propias líneas de crédito del banco. Todos los acreedores no tienen garantía y sigue habiendo capacidad de endeudamiento en algunas subsidiarias, como Hong Kong y Nueva Zelanda. En nuestra opinión, el negocio tiene un valor aproximado de 60 peniques por acción, una valoración que depende de niveles modestos de reembolso de la deuda y sin crecimiento en las operaciones del Reino Unido. Esto se compara con el precio de compra de Nomad de 14 peniques (a finales de noviembre) y el precio actual de mercado de 33 peniques (principios de enero). El dividendo sagrado de Souter (con su hermana sigue siendo propietario de alrededor del 25% del capital social) se mantiene e implica un rendimiento bruto de más del 12% al precio de compra de Nomad. Habiendo analizado recientemente muchos negocios complicados y muy endeudados, especialmente en los EE. UU., Los problemas de Stagecoach son relativamente simples y hemos hecho de la empresa nuestra mayor inversión hasta la fecha.

En Costco Wholesale no hay necesidad de arreglar el negocio que ya está funcionando bien. Costco es la mitad del duopolio de almacenes del club mayorista (con Sam's Club) y tuvo ingresos anuales de U \$ 35 mil millones en 2001. El concepto minorista es el siguiente: los clientes pagan una cuota anual de membresía (estándar de U \$ 45) que permite la entrada a las tiendas durante un año y, a cambio, Costco opera una estrategia de precios bajos todos los días (EDLP) marcando un 14% en productos de marca y un 15% en marcas privadas, con el resultado de que los precios son muy, muy bajos. Esta es una propuesta para el consumidor muy simple y honesta en el sentido de que la tarifa de membresía compra la lealtad del cliente (y es

casi toda ganancia) y Costco a cambio vende bienes mientras solo cubre los costos operativos. Además, al ceñirse a un margen de beneficio estándar, los ahorros logrados

18

a través de la compra o la escala se devuelven al cliente en forma de precios más bajos, lo que a su vez fomenta el crecimiento y amplía las ventajas de escala. Esta es la versión minorista del movimiento perpetuo y ha sido ampliamente empleada por Wal-Mart, entre otros. Para comprender lo importante que es EDLP para Jim Sinegal, el fundador de la empresa, considere la siguiente historia que nos contó un director de la empresa. Costco compró 2 millones de jeans de diseñador a un exportador y los envió a aguas internacionales y reimportó los jeans por un precio total de U \$ 22 aproximadamente el par. Esto fue U \$ 10 menos de lo que la firma había vendido los jeans en el pasado (ofreciendo el potencial de un margen de ganancia del 50%) y la mitad del costo de la mayoría de los demás minoristas. Un comprador recomendó tomar un margen bruto más alto de lo habitual (es decir, más del margen habitual del 14%), ya que nadie lo sabría. Al parecer, Sinegal insistió en el margen estándar, argumentando que si "te dejo hacerlo esta vez, lo volverás a hacer". El contrato con el cliente (precios muy bajos) no debe romperse.

Muchos minoristas no operan de esa manera y, en cambio, emplean estrategias de precios altos-bajos, es decir, suben y bajan los precios en un intento de influir en el tráfico de la tienda. Las empresas de bienes de consumo aumentan la confusión mediante la ejecución de sus propias campañas promocionales. Aunque muchos de nosotros estamos acostumbrados a este comportamiento, considere por un momento lo confusa que es una propuesta para el consumidor. Por ejemplo, ¿vale una botella de champú U \$ 2 si está disponible periódicamente a través de una campaña de cupones por U \$ 1? La estrategia alto-bajo puede incluso ser contraproducente: ¿los consumidores se sienten aprovechados al pagar U \$ 5 por los pañuelos que estaban disponibles la semana pasada por U \$ 4? Ellos deberían. En Costco, el consumidor sabe que el precio es 14 o 15% superior al mayorista, punto.

La gerencia de Costco describe la estrategia como "fácil de entender y difícil de operar" tal vez porque la tentación es aumentar los precios de los productos y romper el contrato con el cliente. Costco es lo suficientemente rentable como para autofinanciar un crecimiento de alrededor del 14% anual y no tener que recurrir a arrendamientos para la expansión (error de The Gap). Esto significa que el crecimiento será más mesurado (ninguna de las purgas del 30% anual que pueblan la industria minorista) y debería ser más sostenible. La empresa tiene 21 tiendas en el estado de Washington, que alberga solo el 2% de la población de EE. UU. Esta densidad de costa a costa implica espacio para alrededor de 1,000 tiendas de EE. UU. (actualmente 284) y 200 tiendas en el Reino Unido (actualmente 14), aunque es posible que las regulaciones de planificación no permitan Incluso entonces, Home Depot, la tienda de bricolaje más grande de EE. UU., tiene actualmente 1.500 tiendas. Con un crecimiento del 10% anual, esto implica que la empresa tiene otros 13 años de crecimiento por delante. El precio de las acciones ha disminuido desde el máximo del año 2000 de U \$ 55 a U \$ 30 ( Precio de compra de Nomad) ya que los márgenes disminuyeron levemente (se miden en puntos básicos en esta empresa) con el costo de varios nuevos centros de distribución que respaldarán el crecimiento de los próximos años. Por ejemplo, en el Reino Unido, la firma tiene capacidad de almacenamiento y logística para 40 ubicaciones, pero solo tiene 14 tiendas. En U \$ 30 la empresa está valorada como una fuente de ingresos, con mayores niveles de rentabilidad (a medida que aumenta la utilización de la capacidad) y modestos niveles de crecimiento que justifican una valoración superior a los U \$ 50 por acción. Costco es una acción de crecimiento tan perfecta como hemos analizado y está disponible en el mercado de valores a un precio cercano a la mitad.

Algunas tareas de limpieza y una última palabra sobre la necesidad de paciencia. Somos conscientes de que varios inversores son nuevos en el fondo, por lo que puede valer la pena reiterar algunas reglas básicas para que todos sepamos dónde nos encontramos. Puede esperar de nosotros una carta anual e interina (esta es nuestra segunda carta anual) y revisiones de inversión global ocho veces al año en las que analizamos nuestras ideas de inversión. En nuestra opinión, estos documentos, una vez digeridos, proporcionan la información necesaria para formarse un juicio sobre qué y cómo lo estamos haciendo. Del administrador de Nomad (Daiwa Securities Trust and Banking, +353 1603 9921 para sus consultas) puede esperar un estado de cuenta mensual y estados financieros anuales e intermedios.

19

La orientación de Nomad es genuinamente a largo plazo, y es probable que los informes más regulares, diarios, semanales, mensuales o de otro tipo, sean de poco valor para usted e incluso pueden ser contraproducentes para nosotros.

Una de las ventajas competitivas clave de Nomad será la paciencia total de sus inversores. Realmente estamos invirtiendo a largo plazo (¡pocos!), En empresas infravaloradas dirigidas por equipos de gestión que pueden estar tomando decisiones cuyos frutos pueden no ser evidentes en los próximos años. A corto plazo, es probable que nuestros resultados sean tan malos como buenos, pero confiamos en que a largo plazo serán satisfactorios. Si Nomad va a tener una ventaja competitiva sobre nuestros pares, esto provendrá de las habilidades de asignación de capital de su gerente y la paciencia de nuestros inversores. En este último, hemos comenzado bien, sin rotación de inversores desde que comenzamos y casi sin consultas sobre el rendimiento a pesar de la caída generalizada de los precios de mercado. Esto es muy inusual y un gran crédito para nuestros inversores e implica una perspectiva similar a largo plazo. Solo mirando más lejos que la multitud a corto plazo podemos esperar vencerlos. Es por esta razón que nombramos a Nomad una Sociedad de Inversión y no un fondo. La relación que buscamos es bastante diferente.

Como siempre, le agradecemos su confianza y valoramos su apoyo.

Tuyo sinceramente

Nick Sueño



### Asociación de inversión nómada.

#### Informe provisional Para el período terminado en junio 30 de <sup>xx</sup> de 2003.

Los resultados brutos de las acciones de Nomad Investment Partnership y Nomad Investment Company Class A (es decir, netos de comisiones de gestión y costes, pero antes de comisiones de rendimiento) desde finales de diciembre de 2002, finales de diciembre de 2001, así como desde su inicio, se muestran a continuación: junto con resultados comparables para un índice bursátil mundial líder:

A junio 30 de <sup>ju</sup> , 2003:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI Índice (neto) US \$</u>
	<u>Camaradería</u>	
Desde: Diciembre 31 de <sup>st</sup> 2002	+ 26,0%	+ 11,1%
De diciembre de 31		
de <sup>st</sup> 2001	+27,7	-11,0
Desde el inicio (09/10/01)	+40,6	-7,8
Anualizado desde el inicio	+20,4	-4,3

En enero solicitamos permiso para cambiar la política de inversión de Nomad para incluir acciones no cotizadas y en febrero la propuesta fue aprobada por unanimidad y la política cambió. Esto permitió una inversión considerable en Weetabix Limited, un fabricante de barras y cereales para el desayuno en el Reino Unido. Su pronta respuesta permitió la inversión mientras que el precio estaba particularmente deprimido con el efecto de que la Asociación tiene un beneficio del 20% en comparación con el precio de compra. Esta ganancia fue en parte producto de la velocidad de la respuesta colectiva de los socios y del proceso administrativo, ninguno de los cuales está bajo el control de su gerente. Entonces, gracias y enhorabuena. Es posible que incluso desee descontar los resultados anteriores por la ganancia de Weetabix (¡pero no solicite un reembolso en las tarifas!). Regresaremos a Weetabix más adelante en esta carta.

En la carta anual de diciembre a los socios escribimos:

*“A finales del verano y el otoño, cuando los inversores estaban más deprimidos, realizó varias inversiones nuevas y, en algunos casos, se sumó a las participaciones existentes. Aunque el tiempo lo dirá, este período puede marcar el final del cambio de humor de los inversores de la euforia del cambio de milenio a la manía depresiva casi tres años después ... También sentimos que hay muchas inversiones infravaloradas disponibles para nosotros, a las que podríamos apostar capital incremental para trabajar. Puede esperar que le avisemos cuando ocurra lo contrario y encontremos poco disponible a precios razonables. Pero por ahora, para quienes tienen un horizonte a largo plazo, creemos que es un buen momento para estar haciendo inversiones ”.*

Ese parece haber sido el caso, pero para que conste, y en caso de que haya algún malentendido, no tenemos la menor idea de lo que harán los precios de las acciones en el corto plazo, ni creemos que sea importante para el largo plazo. inversor. Todo lo que observamos en el otoño fue que, salvo una catástrofe, de hecho, en algunos casos quizás incluso incluida una catástrofe, los precios eran tan bajos que el éxito a largo plazo era casi inevitable. Aunque estos son todavía los primeros días, la Asociación ahora disfruta de una ventaja del 52% sobre los promedios de inversión, según lo presentado por el índice mundial MSCI (para los matemáticos, el cálculo es  $((1 + 0.406) / (1 - 0.078)) - 1$ ) x100)! Esta es una ganancia absoluta razonable y una gran ganancia relativa en un corto período de tiempo, así que, ¿podemos proporcionar alguna filosofía y matemáticas simples como guía sobre cómo pensar en los resultados hasta ahora?

21

Nos sorprendieron bastante algunas de las primeras cartas de la Asociación Buffett en las que Warren Buffett ofrece el siguiente consejo: regrese por un momento a la tabla anterior “y baraje los años y el resultado compuesto seguirá siendo el mismo. Si los próximos cuatro años van a implicar, digamos, un + 40%, -30%, + 10%, -6%, el orden en el que caen es completamente irrelevante para nuestros propósitos, siempre y cuando todos estemos en el fin de los cuatro años ”, como pretendemos ser en Marathon. “El curso del mercado determinará, en gran medida, cuándo tendremos razón” (la secuencia de resultados anuales), “pero la precisión de nuestro análisis de la empresa determinará en gran medida si tendremos razón. En otras palabras, tendemos a concentrarnos en lo que debería suceder ” más que en cuándo puede ocurrir.

Nuestra preferencia es que los resultados se midan en un período de cinco años, e incluso esto puede ser un poco corto en comparación con el período de tenencia promedio de las inversiones subyacentes, que actualmente es de alrededor de diez años (inflado por la escasez de ventas). En este contexto, los resultados a corto plazo siguen siendo solo eso, a corto plazo, y usted debe ser tan indiferente hacia los resultados en cuanto a la secuencia anual en la que se han producido. Una disposición estoica a los resultados a corto plazo es tanto la forma correcta de pensar (nunca marque las emociones en el mercado) como también lo prepara para los resultados que pueden ser razonables, pero es poco probable que sean una extrapolación de los últimos dos años.

De hecho, es casi seguro que los resultados futuros sean diferentes. Es poco probable que el índice continúe cayendo, y aunque los rendimientos absolutos pueden ser favorables, nuestra ventaja sobre el índice con toda probabilidad se erosionará un poco. Estamos

preparados para esto y estamos reciclando acciones que han tenido un buen desempeño (en conjunto, la cartera está valorada en alrededor de 65 centavos por dólar de valor intrínseco, frente a 50 centavos en diciembre) en nuevos dólares de cincuenta centavos.

Siempre estamos en la búsqueda de empresas con carácter corporativo que persigan estrategias diseñadas para crear valor sostenible. Esto no es poca cosa, y trabajamos duro leyendo informes anuales y declaraciones de representación y entrevistando a la gerencia para tratar de responder las preguntas: ¿cuáles son los retornos sobre el capital incremental y la longevidad de esos retornos? descontado por los precios? Una vez que se encuentran estos negocios, pueden ser ganadores de varios años siempre que la asignación de capital sea consistente con la creación de valor. Sin embargo, con demasiada frecuencia, la dirección se desvía y asigna mal el capital, normalmente a través de la diversificación o, en palabras de Peter Lynch, "desorción". El resultado de lo cual es que los rendimientos agregados sobre el capital disminuyen y el precio de las acciones cae para descontar los malos resultados. Por lo tanto, la calidad del carácter gerencial es importante para evitar una mala asignación de capital y es en la búsqueda de tal carácter que le pedimos a un banco de inversión que realizara una búsqueda simple de empresas a principios de este año (la primera búsqueda que este gerente ha realizado en doce años).

El criterio fue para empresas sin aumento o disminución de acciones en circulación en los últimos diez años. Se esperaba que esta simple pantalla produjera empresas que se habían resistido a las modas de recompra de acciones, opciones sobre acciones y emisión de acciones para financiar el crecimiento. En resumen, se esperaba que la búsqueda nos llevara a empresas que no habían permitido que la burbuja afectara la forma en que operaban sus negocios. Sabíamos de dos empresas que estarían en la lista (Fastenal y Wesco Financial), pero nos sorprendió que solo hubiera otras cinco en los EE. UU. Con una capitalización de mercado superior a 50 millones de dólares. Uno de ellos fue Erie Family Life, la subsidiaria de seguros de vida de Erie Indemnity Company fundada por HO Hirt en la década de 1920. La gerencia nos complació amablemente con las solicitudes de entrevista y cuando explicamos por qué pensamos que el negocio puede ser de interés, llegó la respuesta:

*"¡¡¡Diablos, no hemos emitido una acción desde 1925 !!!"*

22

No hay muchas empresas así. En una línea similar, nos topamos con Hershey Creamery, otra empresa con una economía razonable, una valoración baja y una resistencia aparentemente obstinada a la influencia externa. Tan terco, de hecho, que nos resultó difícil obtener informes anuales o declaraciones de poder y recurrimos a pedirle una copia al director financiero solo para que nos dijeran "estos se envían por correo a nuestros accionistas". Entonces, ¿cómo podría un inversor potencial formarse un juicio sobre si le gustaría convertirse en accionista sin el beneficio de un informe anual?

*"Es una queja común",* fue la respuesta.

Este Catch 22 analítico puede no ser útil, pero revela que algunas empresas permanecen decididamente independientes de la mente, a pesar del mercado alcista de veinte años que se ha desencadenado a su alrededor. Como para demostrarle a Groucho Marx que tiene razón ("No me importa pertenecer a ningún club que me acepte como miembro"), todavía no hemos renunciado a Hershey Creamery, aunque sólo sea para satisfacer nuestra curiosidad.

Los inversores malinterpretan mucho la disciplina por acción. La tasa de emisión de acciones a largo plazo en los EE. UU. Supera el tres por ciento anual, comparable a la tendencia de crecimiento de la economía y muy por encima del crecimiento de la población. Y si bien se puede argumentar que normalmente se compra algo con las acciones emitidas, también es cierto que algunos elementos, como la compensación de incentivos, tienen una vida útil más corta que las acciones recién emitidas que pueden permanecer en circulación para siempre. Comprar resultados transitorios (por ejemplo, un administrador con un contrato de trabajo de un año) con capital permanente es un desajuste de duración que un inversionista en bonos podría entender, pero a los inversionistas de acciones a corto plazo les importa poco, por lo que el grifo de la emisión de acciones rara vez se cierra. apagado.

Hay dos formas de abordar este fenómeno: la primera es ser beneficiario de la emisión de acciones, generalmente a través de otros pasivos de inversión, como bonos o acciones preferentes canjeables, atestigüe la inversión de Nomad en Lucent 8% Preferreds (más adelante). En segundo lugar, ser propietario de una empresa capaz de capitalizar el valor de una base de acciones estáticas, como Weetabix. Lo que se requiere es un entendimiento y un mandato para invertir en toda la estructura de capital (bonos y acciones).

La industria moderna de gestión de inversiones generalmente carece de esta capacidad. El sistema se ha basado en reglas y los gerentes se han adaptado directamente a la geografía, el sector, el estilo, la capitalización de mercado o los mandatos específicos del tipo de seguridad (esta lista no es exhaustiva). Estos administradores no pueden comprar inversiones fuera de estas estrechas restricciones, independientemente del caso para hacerlo. HO Hirt, el fundador de Erie Indemnity, publicó el siguiente aviso al personal:

**"REGLAS**  
Son para **BEBÉS, INCOMPETENTES,**  
**CRIMINALES ENCARCELADOS y imbeciles**  
- **NINGUNO** de QUIEN debe tener un lugar en el  
**FAMILIA ERIE "**

Fuente: "In His Own Words" de HO Hirt, énfasis original.

No iríamos tan lejos como HO, pero cuando se trata de la industria moderna de administración de fondos, él está en la línea correcta. En Nomad tenemos un mandato de inversión tan amplio como

23

posible, lo que nos ha permitido realizar inversiones tan diversas como las acciones preferentes de una empresa de tecnología de EE.UU. ), un casino sudafricano (Kersaf), un operador de telefonía móvil de Hong Kong (Smartone) e incluso un gran minorista de descuentos de EE. UU. (Costco). Esta amplitud de alcance es la razón por la que llamamos a la Asociación "Nomad".

El punto es que hay más herramientas en la caja de Nomad de las que están disponibles para la mayoría de los administradores de fondos y para ayudar a ilustrar el punto que nos gustaría describir las inversiones en acciones preferidas convertibles reembolsables de

Weetabix y Lucent al 8%. Nomad puede ser único en la industria al tener ambas inversiones en una cartera.

Weetabix fue fundada por la familia George en 1932 como la respuesta de Gran Bretaña a la creciente popularidad de los cereales importados, en particular de Kellogg Company. La empresa fue inicialmente capitalizada por la familia y, como pudo haber sido común en ese momento, por un grupo de agricultores locales para asegurar su suministro de productos básicos. La empresa no ha requerido más capital social y el recuento de acciones prácticamente no ha cambiado desde la década de 1930, aunque algunos agricultores han optado por vender sus acciones y son estas las que forman el capital flotante que cotiza en Ofex. Weetabix fabrica y comercializa Weetabix, Alpen, Ready Brek y Weetos y tiene una cuota de mercado total de alrededor del 22% de los cereales para el desayuno del Reino Unido. La empresa gasta mucho detrás de sus marcas a través de publicidad y marketing, un costo al que el presidente se refiere como "inversión en el futuro". Esto ha contrastado con algunos de los competidores de Weetabix que han recortado el gasto para cumplir con las expectativas de ganancias a corto plazo de Wall Street. El efecto es que la participación de Weetabix (participación en el gasto de marketing de la industria) ha superado la participación de mercado de la empresa. Para una empresa de bienes de consumo, esta suele ser una combinación poderosa, ya que la participación de mercado tiende a subir o bajar en la dirección de la participación de la voz. El alto gasto en marketing también tiene el efecto de crear una relación directa con el cliente que los minoristas encuentran difícil de romper. En una prueba reciente de la solidez de la franquicia, un gran supermercado del Reino Unido suspendió Weetabix a favor de productos de marca propia solo para cambiar de opinión después de decepcionantes ventas de marca propia y reanudar el almacenamiento de cereales Weetabix. Disfrutamos especialmente de este anuncio de Weetabix que se publicó en la década de 1940 y que podría aplicarse a la posición negociadora de la empresa con los minoristas en la actualidad.

La empresa tampoco se salta el gasto de capital y opera sus fábricas con un cincuenta por ciento de redundancia de capacidad en un esfuerzo por mantener los estándares de producción y confiabilidad en la entrega. Este enfoque de cinturón y tirantes reduce los retornos del capital a corto plazo, algo que la Ciudad también desaprobaría, pero que construye la reputación de la empresa a largo plazo. La creación de valor suele ser más sostenible cuando se construye lentamente y, en particular, el año pasado Weetabix se convirtió en el cereal de desayuno más vendido, superando a Corn Flakes setenta años después de la fundación de la empresa.

El caso de inversión está sellado, ya que las acciones son ridículamente baratas. Si uno asume niveles modestos de crecimiento en el flujo de caja libre a medida que la inversión publicitaria da sus frutos, entonces la empresa podría valer alrededor de £ 70 por acción en comparación con el precio de compra de Nomad de alrededor de £ 20. En una rara indiscreción, Sir Richard George, presidente, dejó escapar que, a su muerte, una búsqueda en su billetera revelará una multitud de ofertas rechazadas para el negocio durante los últimos treinta años por parte de una serie de grupos internacionales de alimentos. ¿Y cuáles serían estos precios? Al precio que PepsiCo pagó por Quaker Oats (ex Gatorade) o Hershey se ofertó más recientemente, el valor implícito de mercado privado de Weetabix es de alrededor de £ 75 por acción. Ambas valoraciones están deprimidas por el peso del efectivo en el balance, que asciende a £ 5 por acción, e ignora el valor de la propiedad, que está en los libros a precios de 1988.

Entonces, el problema real es ¿por qué el negocio es tan barato? La respuesta se puede encontrar en el estado de cotización de la empresa, es decir, que no tiene uno, ya que las acciones de la empresa cotizan en Ofex (similar a las hojas rosadas en los EE. UU.) En lugar de en la Bolsa de Valores de Londres. A menudo, sus mandatos no permiten a las grandes instituciones invertir a través de Ofex, y las acciones siguen siendo relativamente poco líquidas y la capitalización de mercado es modesta, lo que deprime aún más el interés de la ciudad. Y aunque el capital flotante puede haber sido un accidente histórico, la dirección se preocupa lo suficiente por el precio de las acciones como para haberlo incluido como un componente de la compensación de incentivos. En otras palabras, Weetabix es simplemente nuestro tipo de empresa.

En el otoño de 2002, Nomad compró una inversión considerable en acciones preferentes convertibles reembolsables al 8% emitidas por Lucent Technologies. Las preferencias, adquiridas a U \$ 350 por acción, son un valor inusual, ya que pueden devolverse a la empresa a la par (U \$ 1,000 por acción) en agosto de 2004 para su pago en efectivo o en un número variable de acciones ordinarias. Como en ese momento la capitalización de mercado de la empresa era tan baja, la opción de venta corría el riesgo (desde la perspectiva de un accionista común) de entregar la mitad de las acciones ordinarias a los tenedores preferenciales si el precio de la acción no aumentaba. La opción put también hizo que las preferencias fueran el primero de los pasivos fijos de Lucent en vencer (por lo que estaban en la parte superior de la lista de tareas pendientes de la administración) y, al igual que los titulares de preferencias importantes,

recibirían casi la mitad de su inversión a través de dividendos acumulativos antes de que la opción de venta venciera. ! En efecto, la mitad del capital ordinario proforma de Lucent podría comprarse por U \$ 500 millones (el valor de mercado de las preferencias), una cifra equivalente a solo unos pocos meses de gastos de investigación y desarrollo. Los mercados de capitales casi habían renunciado a la empresa a pesar de que tenían suficiente efectivo en depósito para canjear las preferencias y toda la deuda pendiente por completo.

La controversia sobre inversiones era ¿cómo respondería la dirección al terrible pronóstico del mercado? La gerencia presentó dos opciones: (a) continuar como antes y esperar que el flujo de efectivo operativo se vuelva positivo con mayores ahorros de costos y tal vez un repunte en los pedidos. Esta había sido la ruta preferida de la dirección desde que estalló la burbuja. O (b) diluir a los accionistas existentes cuya inversión ya había caído un 98% desde el pico de tres años antes y emitir más acciones para financiar la redención de las preferencias. La evaluación de la gerencia podría haber sido algo así como el pronóstico de Woody Allen:

25

*“Más que en ningún otro momento de la historia, la humanidad se encuentra en una encrucijada. Un camino conduce a la desesperación y la desesperanza total, el otro a la extinción total. Oremos para que tengamos la sabiduría de elegir correctamente ”.*

Pero había una tercera opción que, como accionistas ordinarios, Marathon instaba a la empresa a seguir: (c) concluir que el mercado estaba equivocado y recomprar las preferencias y las acciones ordinarias y pagar la deuda con efectivo disponible y devolver la empresa a una ONU. - balance de situación apalancado. Esto habría preservado la ventaja para los accionistas comunes existentes y restaurado el valor para los tenedores de preferencias, pero habría dejado a la administración sin un colchón de efectivo, pero esto, argumentamos, podría restablecerse mediante una emisión de derechos si fuera necesario. La gerencia eligió (b) la opción de dormir por la noche. En resumen, la gerencia marcó sus emociones y el balance de la compañía al mercado en el punto más débil del ciclo, y aunque el tiempo dirá, es probable que esto sea una gran fuente de valor perdido para el accionista común. Para los tenedores de preferencias, la emisión de nuevas acciones ordinarias ha proporcionado los recursos para cumplir con la opción de venta (que ahora se cubre muchas veces con efectivo disponible) y las preferencias se han triplicado para negociarse con una prima a la par, ya que el rendimiento del 8% es considerado atractivo por los inversores en renta fija. La inversión ha alcanzado su valor total y se venderá a medida que haya nuevas inversiones disponibles.

Nuestros resultados hasta la fecha colocan a Nomad en o muy cerca de la cima de cualquier clasificación de fondos de inversión durante el mismo período de tiempo, independientemente de si la oposición empleó apalancamiento, opciones, cortos o similares; nuevamente, no empleamos ninguna de estas técnicas. El efecto es que, con toda probabilidad, los fondos de Nomad podrían crecer con bastante rapidez si permitimos que las compuertas se abran y atrapen a todos los interesados. Esto no lo haremos. Solo tenemos una oportunidad de hacer crecer Nomad a un tamaño razonable antes de que se cierre, y la calidad de los inversores cuando se cierran las puertas es de gran importancia para nosotros. Hasta la fecha, hemos disminuido casi la misma cantidad de dólares de inversión que permitimos, una proporción que la industria no sigue y un hábito que la industria no es

buena en mantener. Pero aun así, aunque esperamos que el fondo crezca con el tiempo, no tenemos prisa por hacerlo y nos esforzaremos por mantener la calidad de los socios con los que compartiremos resultados, buenos y malos.

¿Podemos terminar con el recordatorio habitual de los problemas de limpieza y una última palabra sobre la necesidad de paciencia? Varios inversores son nuevos en el fondo, por lo que puede valer la pena reiterar algunas reglas básicas para que todos sepamos dónde nos encontramos. Puede esperar de nosotros una carta anual y provisional (esta es nuestra segunda carta provisional) y revisiones de inversión global ocho veces al año en las que analizamos nuestras ideas de inversión. En nuestra opinión, estos documentos, una vez digeridos, proporcionan la información necesaria para formarse un juicio sobre qué y cómo lo estamos haciendo. Del administrador de Nomad (Daiwa Securities Trust and Banking, +353 1603 9921 para sus consultas) puede esperar un estado de cuenta mensual y estados financieros anuales e intermedios. La orientación de Nomad es genuinamente a largo plazo, y es probable que los informes más regulares, diarios, semanales, mensuales o de otro tipo, sean de poco valor para usted e incluso pueden ser contraproducentes.

Una de las ventajas competitivas clave de Nomad será la paciencia agregada de sus socios. Realmente estamos invirtiendo a largo plazo, en empresas infravaloradas dirigidas por equipos de gestión que pueden estar tomando decisiones cuyos frutos pueden no ser evidentes en los próximos años. A corto plazo, es probable que nuestros resultados sean tan malos como buenos, pero confiamos en que a largo plazo serán satisfactorios. Si Nomad va a tener una ventaja comparativa sostenible, esto provendrá de las habilidades de asignación de capital de su gerente y la paciencia de nuestros socios. En este último hemos comenzado bien, sin rotación de socios desde que comenzamos y casi sin consultas

26

en el rendimiento a pesar de la caída generalizada de los precios de mercado. Esto es muy inusual y un gran crédito para nuestros socios e implica una perspectiva similar a largo plazo. Solo mirando más lejos que la multitud a corto plazo podemos esperar vencerlos. Es por esta razón que nombramos a Nomad una Sociedad de Inversión y no un fondo. La relación que buscamos es bastante diferente.

Como siempre, le agradecemos su confianza y valoramos su apoyo.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep.



**Asociación de inversión nómada.****Carta anual.****Para el período terminado en diciembre 31 de <sup>st</sup>, 2003.**

Hay dos formas de presentar los resultados: en incrementos anuales discretos o en forma compuesta. El primero es el estándar de la industria, útil para demostrar la coherencia de los resultados (que su gerente no pretende poder lograr) y para ayudar a evaluar los resultados de aquellos que invirtieron parcialmente. Sin embargo, nuestra ruta preferida es evaluarnos de forma compuesta y de varios años por la razón de que el único evento que controlamos es si estamos en lo correcto, no cuando estamos en lo cierto. Es muy posible que nuestros resultados anuales sean inferiores a los del mercado durante un período, pero esto solo transmitirá información sobre el momento de los resultados, mientras que dice poco sobre el resultado final en sí. Por lo tanto, lo alentamos a que sea indiferente a los resultados a continuación.

También puede valer la pena reiterar que los resultados se han logrado sin apalancamiento, cortocircuitos, contratos por diferencia, opciones, estructuras sintéticas (LYON, PRIDE, LEAP, MAST, no estamos inventando estos nombres) o exóticos financieros de ningún tipo. Si alguna vez le escribimos para pedirle permiso para invertir en cualquiera de los anteriores, venda sus acciones. Y llámanos para vender el nuestro. Nomad no es un fondo de cobertura, es una Asociación de Inversión, y los resultados a continuación se han logrado sin la inversión de Viagras que se han vuelto tan populares entre la gente que se hace rico rápidamente. Los resultados se obtuvieron a la antigua, mediante una selección de valores contraria.

Teniendo esto en cuenta, Nomad Investment Partnership y Nomad Investment Company Class A comparten los resultados brutos (es decir, netos de comisiones y costes de gestión, pero antes de comisiones de rendimiento) durante los últimos seis meses, uno y dos años atrás, así como desde el inicio. se presentan a continuación sobre una base compuesta, junto con resultados comparables para un índice bursátil global líder (ver también el apéndice):

El 31 de diciembre <sup>st</sup> , 2003	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u> <u>Índice</u> <u>(neto) US \$</u>
	<u>Camaradería</u>	
6 meses	+ 42,5%	+ 19,8%
Un año	+79,6	+33,1
Dos años	+82,0	+6,6
Desde el inicio (09/10/01)	+100,4	+10,5
Anualizado desde el inicio	+34,7	+4,4

Para aquellos inversionistas que se unieron a la mitad, o que están orientados a corto plazo, la siguiente tabla describe el desempeño en incrementos (nuevamente, vea el apéndice):

A diciembre 31 de <sup>st</sup> , 2003:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u> <u>Índice</u> <u>(neto) US \$</u>
	<u>Camaradería</u>	
6 meses	+ 42,5%	+ 19,8%
2003	+79,6	+33,1
2002	+1,3	-19,9
2001 (inicio 10/09/01)	+10,1	+3,6

En cartas anteriores hemos tendido a concentrarnos en describir algunas de las inversiones. En esta carta nos gustaría cambiar algo de tema y describir algunos de los principios aplicados en la gestión de la Alianza y explicar sus políticas. Estos serán obvios para algunos de ustedes y menos claros para otros, pero es cada vez más importante que todos sepamos dónde nos encontramos a medida que la Asociación crece en tamaño.

#### Contabilización del rendimiento

En su autobiografía, Charles Darwin cometió un error inusual: cuando era joven en Cambridge, recordó que,

*“... Mi tiempo fue lamentablemente desperdiciado allí, y peor que desperdiciado. De mi pasión por el tiro*

*y para cazar, y, cuando fracasé, para cabalgar por el campo, me metí en un grupo deportivo, que incluía a algunos jóvenes disipados y mezquinos. Solíamos cenar juntos a menudo por la noche, aunque estas cenas a menudo incluían a hombres de alto nivel y, a veces, bebíamos demasiado, cantando alegremente y jugando a las cartas después. Sé que debería sentirme avergonzado de los días y las tardes así pasados, pero como algunos de mis amigos fueron muy agradables y todos estábamos de muy buen humor, no puedo evitar recordar estos tiempos con mucho placer ”.*

Sin embargo, en una nota al pie del texto original, el hijo de Darwin, Francis, explica:

*“Deduzco de algunos de los contemporáneos de mi padre que ha exagerado el carácter bacanal de estas fiestas”.*

¡Oh querido! Todos hacemos eso hasta cierto punto. Al menos es reconfortante saber que incluso Darwin, un hombre cuyas grandes intuiciones provienen de su capacidad para no engañarse a sí mismo, fue capaz de exagerar un poco. Quizás solo era bueno para contar una historia. En la conferencia inaugural de inversores de Legg Mason, Bill Miller, cuyas habilidades de inversión admiramos mucho, confesó analizar sus errores más a fondo que sus éxitos. Este último supuso automáticamente que había subido por la misma razón por la que se compraron las acciones. Como inversores, todos hacemos esto hasta cierto punto, los ganadores adulan el ego independientemente de la razón por la que subieron, mientras que todos nos sentimos mal por los perdedores. Varios estudios académicos sostienen que los errores duelen hasta tres veces más de lo que satisfacen las ganancias, un producto de condicionamiento ambiental primordial diseñado para evitar que comamos alimentos venenosos repetidamente, aparentemente. Para los inversores, la implicación de esta asimetría es grande, ya que a menudo son los resultados favorables los que impulsan el rendimiento más de lo que los perdedores lo destruyen. La inversión de la Asociación en Stagecoach ha pagado seis veces el fracaso de Consec y, sin embargo, fue sobre Consec sobre quien le escribimos primero. Estos sesgos están muy arraigados.

Entonces, en esta carta, seguiremos el consejo de Bill Miller y comenzaremos por intentar explicar por qué la Alianza ha funcionado bien, mientras intentamos lo mejor que podamos para evitar el error de Darwin de engañarse a uno mismo. El motivo, del que estamos seguros, es el descenso del nivel de miedo que sienten otros inversores. Podemos analizar y cuantificar este fenómeno. Tomemos la tasa de interés que el mercado exigió a Stagecoach Plc, una empresa relativamente rica en activos y generadora de efectivo. En el pico, el costo de la deuda alcanzó el 15% anual y en la última carta anual explicamos que la Alianza había realizado una inversión en el capital común e intentó, pero curiosamente fracasó, hacer una inversión en los bonos públicos de la empresa. (Los lectores recordarán que fracasamos en este sentido, ya que la empresa había acaparado el mercado de sus propios bonos infravalorados). Trece meses después, los bonos se negocian por encima de la par (los inversores están pagando más de 100 centavos por dólar a

recibir 100 centavos en una fecha predefinida en el futuro, e intereses mientras tanto). ¿Qué ha cambiado la opinión de esta firma en tan poco tiempo? La respuesta radica en los enormes niveles de flujo de caja libre que ha seguido a la disminución del gasto de capital, la reestructuración y la venta de activos. Al cambiar la estrategia y la asignación de capital en seis centavos, el balance general se ha reparado, el negocio se redujo a sus operaciones de vaca de efectivo y el mercado ahora anticipa, con casi el 100% de probabilidad de resultado, que los bonos serán reembolsados. De hecho, la posición de la empresa es tan buena hoy como para poder pedir prestado dinero al gobierno del Reino Unido con una pequeña prima y el precio de las acciones en el momento de redactar este artículo se ha multiplicado por seis con respecto a nuestro precio de compra original.

Este cambio radical en el comportamiento de la empresa no se limita a Stagecoach. Las inversiones de la Asociación en Primedia, Xerox, New World Development, Schibsted, Lucent, Georigica, Hong Kong y Shanghai Hotels, Telewest, BIL International, Jardine Strategic y Kersaf pueden describirse de esta manera (incluso después de la venta de las acciones de Lucent Preferred, eso es más del 40% de los activos de la Asociación). Según Empirical Research Partners, una boutique de investigación independiente en Nueva York, en 2003 la relación entre el gasto de capital y los ingresos de las empresas estadounidenses estaba en su nivel más bajo desde al menos 1965 y el flujo de caja libre el más alto en comparación con la capitalización de mercado. El predominio del flujo de caja libre ha permitido que las tasas de interés de mercado cobradas a los negocios más endeudados (el llamado spread de bonos basura), el más alto para una generación entre fines de 1999 y 2003, disminuyan a niveles más normalizados y es el acciones de empresas que se perciben en las peores condiciones y que han rebotado más. Nomad se ha concentrado fuertemente en esta categoría.

Entonces, el desempeño hasta la fecha ha sido producto de las inversiones realizadas en los negocios más despreciados, donde las emisiones temporales han deprimido los precios. Esperamos poder informarle ese hecho en la mayoría de las cartas, aunque los nombres de las empresas y las circunstancias sin duda cambiarán. En los próximos años, aunque menos en el corto plazo, es posible que la otra mitad de nuestra cartera, la parte de mayor calidad, contribuya más al rendimiento. También es posible que algunos de nuestros cambios exitosos se encuentren en esta categoría de mayor calidad si se mantiene el comportamiento actual de la administración. Viajamos con suerte en este sentido.

#### Una compra típica, devoluciones esperadas y gestión de cartera

Se ha incluido un índice junto con los resultados al principio de esta carta, no con el propósito de una evaluación comparativa explícita, sino para colocar el desempeño en contexto. Nomad es una asociación de rendimiento absoluto, lo que plantea la pregunta: ¿qué rendimientos estamos tratando de lograr? En este punto, los lectores habituales pueden sentir que al tratar de discutir los posibles rendimientos estamos esquiando fuera de pista. Sin embargo, preferiríamos que las expectativas fueran sensatas en lugar de arriesgarnos a una extrapolación mental de los resultados históricos. Para ayudar a ilustrar los rendimientos que pretendemos lograr, puede resultar útil explicar lo que pensamos cuando compramos una acción.

Nuestro objetivo es realizar inversiones a precios que consideramos cincuenta centavos por dólar de lo que vale una empresa típica. La asignación de capital por parte de las empresas participadas debe ser coherente con la creación de valor y, de ser así, esperamos que el valor real del negocio (el valor de 100 centavos) pueda crecer en torno al 10% anual. El efecto a largo de cinco años será combinar U \$ 1 de valor en U \$ 1,62, y las empresas que pueden generar valor como este normalmente son recompensadas en el mercado con una valuación justa (es decir, tienen un precio cercano a U \$ 1,62). Este feliz resultado implicaría un rendimiento del precio de compra (50 centavos) de alrededor del 26% anual. Entonces, ¿qué pasa cuando nos

equivocamos? Nuestro error más común es juzgar mal las decisiones de asignación de capital de nuestras empresas: empresas que articulan una recompra de acciones / reembolso de deuda.

30

estrategia y tener incentivos para reforzar ese resultado, arroje la precaución al viento y haga adquisiciones en su lugar. La inversión de la Asociación en Readers Digest entra en esta categoría. Errores de asignación de capital como estos a menudo impiden la composición del valor, pero hasta la fecha rara vez han resultado en una caída permanente en el precio de la acción por debajo de nuestro precio de compra (50 centavos). Por lo tanto, hemos tendido a encontrar que nuestros errores se atrofian (permanecen baratos) en lugar de colapsar, ¡aunque todos podemos nombrar un colapso!

Si a lo largo de cinco años nuestros errores son en conjunto plano, y nuestros errores suman la mitad de los activos de la Asociación, esto implica un rendimiento anual compuesto del 13% para la cartera en su conjunto<sup>3</sup>. No todos los años, y tal vez no durante varios años consecutivos, pero con el tiempo este nivel de expectativas nos parece razonable. Este modelo es tremendamente preciso, un poco demasiado pulcro y lo único que casi podemos garantizar es que las devoluciones no serán exactamente del 13%. Sin embargo, es importante que todos comprendamos el proceso de inversión y los plazos involucrados.

Los principales determinantes del resultado son el precio (que se mantiene en 50 centavos por dólar) y la asignación de capital por parte de la administración. El primero está bajo nuestro control, es decir, está bajo nuestro control ser pacientes y esperar el precio correcto. El segundo implica un juicio subjetivo sobre la calidad de la gestión y una evaluación sobre la sostenibilidad de los rendimientos comerciales a largo plazo. Son estos factores los que ocupan casi todo nuestro tiempo.

Un socio nos confesó que su esposa veía las ganancias de Nomad como joyas en espera y quería saber qué consejo podríamos darle para retrasar la juerga de compras. No ofrecemos ningún consejo aquí, pero presentamos algunos hechos simples. Hoy en día, el trabajo de su gerente es reinvertir las inversiones exitosas (billetes de dólar) en más empresas que cotizan a mitad de precio. Al momento de escribir este artículo, nuestro cálculo interno de la relación precio / valor de la Asociación es de 65 centavos por dólar, aproximadamente lo mismo que a fines de junio a pesar del desempeño del fondo. Lo hemos logrado mediante la inversión de fondos incrementales en nuevas empresas como New World Development, Telewest, Midland Realty y UnitedGlobal Communications, y mediante la venta de las acciones de Lucent Preferred (por encima del valor nominal), la venta parcial de Stagecoach y las acciones pendientes. venta de Weetabix (más adelante sobre esta inversión). Tenga la seguridad de que nada ocupa más a su gerente que reducir la relación precio / valor de la Asociación, ya que creemos que este es el mejor indicador del valor latente y el desempeño futuro. En aras de una divulgación justa, a Warren Buffett se le hizo una pregunta similar relacionada con las joyas en la asamblea general anual de accionistas de Berkshire Hathaway de 2002, a la que respondió con una sonrisa que, en su experiencia, nunca se había sentido decepcionado por lo que había sucedido después de su muerte. compró las joyas.

### Crecimiento de la asociación

En el momento de redactar este informe, la Asociación es casi cinco veces mayor que al inicio, ¡y la contribución más pequeña proviene del rendimiento de la inversión! El saldo se debe a las suscripciones realizadas por inversores nuevos y existentes. Estas contribuciones han sido

bienvenidas, desde el punto de vista de hacer de Nomad una actividad comercial viable, pero solo ha sido apropiado aceptar suscripciones ya que hemos podido hacer un buen uso del capital incremental. Es justo informar que debido a una peculiaridad en el carácter de su gerente, el crecimiento de los activos de esta fuente lo vuelve loco. La razón es el efecto diluyente que tiene sobre el rendimiento general. Tomemos, por ejemplo, nuestra inversión en Resorts World, un casino de Malasia. En el momento de la compra, la participación era del 5% de los activos y, sin embargo, a pesar de que las acciones se duplicaron en los últimos dos años, la participación actual es menor como proporción de la Asociación que hace dos años. Del mismo modo, Kersaf y Television Broadcast, mientras que Stagecoach habría alcanzado un máximo de alrededor del 25% del fondo

31

activos, pero alcanzó un máximo del 15% debido a la dilución. ¿Así que, qué debe hacerse?

Hay tres alternativas:

1. Acepte las suscripciones a medida que lleguen y coloque efectivo en depósito hasta que se puedan encontrar las inversiones adecuadas. El problema aquí es que el dinero puede llegar fácilmente más rápido que las buenas inversiones, casi inevitablemente, con consecuencias diluyentes para los inversores existentes y resultados subóptimos para los nuevos inversores.
2. Acepte las suscripciones a medida que lleguen y compre un poco de todo para replicar la cartera existente. Esto suena atractivo ya que, aparte de los costos de negociación y las limitaciones de liquidez, los rendimientos prospectivos de la Asociación en su conjunto se mantienen en general. Pero tiene un inconveniente importante y sutil. Hay muy pocos valores absolutos en la inversión, pero una cosa de la que podemos estar seguros es que a medida que suben los precios, los rendimientos prospectivos disminuyen. Si un negocio vale U \$ 40, la compra de acciones a U \$ 30 tiene que ser inferior a su compra a U \$ 20. Dedicamos una gran cantidad de esfuerzo mental a preservar la integridad de nuestras decisiones de compra y preferimos que el pensamiento no se enturbie con compras realizadas a precios cada vez más altos debido a las suscripciones. En nuestra opinión, esta alternativa corre el riesgo de devolver la decisión de inversión inicial a la parte suscriptora, que probablemente no desconozca su papel adicional como seleccionador de acciones.
3. Haga coincidir las suscripciones con nuevas ideas con derecho a retirar o aplazar las suscripciones según sea necesario. En nuestra opinión, esta es la estrategia superior, ya que la financiación incremental se invierte en nuevos cincuenta centavos de dólar, lo que reduce la relación precio / valor del fondo y tiene el efecto de que los nuevos inversores aporten algo a la fiesta. Hemos calculado que es posible que podamos encontrar inversiones incrementales a razón de una por mes. Ésta es la mejor suposición de nuestra parte y, si se presiona, concederemos que parece alta; las ideas pueden ser mucho menos frecuentes que eso. Las nuevas tenencias promedian el 5% de los activos de la Asociación en el momento de la compra, un hecho que dicta que la financiación incremental se limita a alrededor del 5% de los activos por mes.

En nuestra opinión, la Ruta 3 es la forma más equitativa de administrar la Asociación, pero requiere paciencia por parte de los nuevos inversionistas cuyas suscripciones pueden necesitar ser escalonadas durante varios trimestres. Aun así nos ha sorprendido el apoyo que ha recibido este excéntrico régimen. El mayor inversor que no pertenece a Marathon en la Asociación señaló que una de las razones por las que eligieron invertir fue precisamente por el énfasis puesto en el rendimiento sobre la recopilación de activos. A continuación, este inversor ofreció prorratear su suscripción en caso de que lo solicitáramos, extendiendo de hecho su período de suscripción para dar paso a otros coinversores. Tal cortesía es excepcional en esta industria, pero captura el espíritu con el que estamos tratando de administrar la Asociación. ¡Bravo! No tenemos ningún interés en diluir la calidad de nuestros socios de lo que creemos que es un nivel muy alto.

### Cierre de la asociación

Nuestra situación preferida es cerrar y que el crecimiento de los activos esté impulsado por la inversión. Cerraremos cuando se cumpla alguna de las siguientes condiciones: ya no es posible invertir un tamaño de unidad; el tiempo dedicado a la comercialización se eleva por encima de un nivel muy bajo, digamos el 1% del año laboral; o cuando sentimos que la calidad de la base de clientes se está diluyendo. Con toda probabilidad, esto significa el cierre cuando la Asociación aún es pequeña para los estándares de la industria y nos sentimos muy cómodos con

32

ese.

### Weetabix

Muchos de ustedes habrán leído que Hicks, Muse, Tate y Furst Inc., una firma de capital privado, ofertaron 53,75 libras esterlinas por cada acción de Weetabix a fines del año pasado. Hemos recibido varios correos electrónicos de socios que ofrecen felicitaciones. Como se detalla en la carta de asociación de junio de 2002, su enfoque de inversión de mente amplia y la aprobación de la enmienda a los objetivos de inversión facilitaron esta inversión y, por lo tanto, usted también debe ser felicitado. Freud podría concluir que esa es la razón por la que se enviaron los correos electrónicos. Sin embargo, ¿podemos advertir contra la euforia?

Considere la estructura de la transacción, que es un esquema de arreglo en lugar de una oferta general. El umbral de aprobación bajo un Esquema de Arreglo es el 75% de los accionistas en lugar del 90% en el caso de una Oferta General. Los defensores favorecen el umbral más bajo, ya que dificulta que los accionistas minoritarios bloqueen la transacción, pero ¿por qué estar tan a la defensiva? La familia George ha firmado compromisos irrevocables para vender a Hicks, Muse, que solo se romperían en el caso de una oferta con una prima superior al 25% de la oferta de Hicks, Muse. ¿Por qué son necesarios los irrevocables si el negocio ha sido debidamente subastado, como afirman los banqueros? La familia y la junta tienen un trato que no está disponible para los accionistas a través de su empleo continuo con la firma después de la venta. Nos parece extraño que la oferta más alta para la empresa provenga de una firma de capital privado que tenga la intención de vender el negocio con ganancias, en lugar de un competidor natural que disfrutaría de los beneficios de eliminar costos duplicados durante muchos años. Todo esto refuerza la noción de que el precio es bajo, en nuestra opinión alrededor del 25%, y tenga en cuenta que Hicks, Muse, sin duda, sentirán que también tienen un buen trato.

Le escribimos a Sir Richard George, presidente de Weetabix, nos reunimos con los banqueros de inversión que supuestamente representan nuestros intereses, escuchamos sus respuestas y votamos en contra del acuerdo. Este es un grito en la oscuridad, ya que incluso el mayor accionista no familiar apoya públicamente el acuerdo. Nuestra participación es demasiado pequeña para marcar una diferencia en el resultado y, aunque nuestra preferencia es retener las acciones, en forma privada no cotizada junto con Hicks, Muse, esa opción no está disponible bajo un Esquema de Arreglo y el Tribunal requerirá que vendamos nuestras acciones. Comparte.

La oferta de Weetabix es solo una de las muchas privatizaciones de empresas baratas, de pequeña y mediana capitalización en el Reino Unido. Los accionistas institucionales han abandonado estas empresas en favor de las megacapitalizaciones, y la base de accionistas queda dominada por uno o dos intereses internos y una cola de pequeños propietarios. Nuestra opinión es que el descuento al que se negocian las acciones en el mercado es un activo que se cosechará en beneficio de todos los accionistas mediante la recompra de acciones. Pero siendo la naturaleza humana como es, los iniciados se verán incentivados por la baja valoración a comprar las acciones por sí mismos. Un esquema de arreglo es el método más despiadado de hacer valer la voluntad de una de las partes sobre una base de accionistas fragmentada y no profesional y, junto con aceptaciones irrevocables, permite que las ofertas de adquisición se presenten como un hecho consumado a los accionistas. Tenga en cuenta: las malas prácticas se propagan. A pesar de esto, y de la ocurrencia casi diaria de propuestas de privatización en el Reino Unido, casi no ha habido críticas por parte de los accionistas, las autoridades o los medios de comunicación. En ninguna otra esfera del capitalismo se puede incautar su propiedad a cambio de centavos de dólar (excepto la compra obligatoria por motivos de interés nacional). Pero los administradores de fondos, que en su capacidad privada se sentirían insultados si alguien ofreciera menos de lo que valía su casa, felizmente venden acciones en su capacidad profesional a precios reducidos a compradores inteligentes. Y nadie llora mal.

La indiferencia mostrada por quienes están en posiciones de influencia nos recuerda a Horatio Nelson quien,

33

cuando se le ordenó por semáforo que se retirara de la Batalla de Copenhague, se colocó un catalejo en el ojo ciego y dijo: "¡Realmente no veo la señal!" Si bien obtenemos ganancias de nuestra inversión en Weetabix, los accionistas deben tener cuidado con lo que desean. Antes de que las felicitaciones estén en orden, los socios deben sopesar en sus mentes las ganancias a corto plazo contra el valor perdido en el precio de oferta con descuento y el incentivo proporcionado por el éxito de la incautación de potencialmente más de lo mismo en el futuro.

¿Así que, qué debe hacerse? La mejor defensa es poseer lo suficiente de la empresa para influir en el resultado. En la mayoría de los casos, bastaría con más del 10% de las acciones en circulación. Aquellos que abogan por la liquidez de mercado de sus inversiones por encima de otras consideraciones pueden querer tener en cuenta la incapacidad de un inversor para influir en los resultados mientras posee una proporción mínima de una empresa. Si Nomad continúa creciendo en tamaño, tenemos la intención de no cometer este error.

[Limpieza y recordatorio sobre la necesidad de paciencia](#)



Puede esperar de nosotros una carta anual y provisional (esta es nuestra tercera carta anual) y revisiones de inversión global ocho veces al año en las que analizamos nuestras ideas de inversión. En nuestra opinión, estos documentos, una vez digeridos, proporcionan la información necesaria para formarse un juicio sobre qué y cómo lo estamos haciendo. Del administrador de Nomad (Daiwa Securities Trust and Banking, +353 1603 9921 para sus consultas) puede esperar un estado de cuenta mensual y estados financieros anuales e intermedios. Llámelos si no recibe todo lo que debería. La orientación de Nomad es genuinamente a largo plazo, y es probable que los informes más regulares, diarios, semanales, mensuales o de otro tipo, sean de poco valor para usted e incluso pueden ser contraproducentes.

Una de las ventajas competitivas clave de Nomad será la paciencia agregada de sus socios. Realmente estamos invirtiendo a largo plazo, en empresas infravaloradas dirigidas por equipos de gestión que pueden estar tomando decisiones, cuyos frutos pueden no ser evidentes durante varios años. A corto plazo, es probable que nuestros resultados sean tan malos como buenos, pero confiamos en que a largo plazo serán satisfactorios. Si Nomad va a tener una ventaja comparativa sostenible, esto provendrá de las habilidades de asignación de capital de su gerente y la paciencia de nuestros socios. En este último, hemos comenzado bien, sin rotación de socios desde que comenzamos y casi sin consultas sobre el rendimiento a pesar de los cambios en los precios generales del mercado. Esto es muy inusual y un gran crédito para nuestros socios e implica una perspectiva similar a largo plazo. Solo mirando más lejos que la multitud a corto plazo podemos esperar vencerlos. Es por esta razón que nombramos a Nomad una Sociedad de Inversión y no un fondo (¡y ciertamente no un fondo de cobertura!). La relación que buscamos es bastante diferente.

Como siempre, le agradecemos su confianza y valoramos su apoyo.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

34

### **Asociación de inversión nómada.**

#### **Carta provisional.**

**Para el período terminado en junio 30 de <sup>XX</sup> de 2004.**

El rendimiento anual de Nomad hasta la fecha está lo suficientemente cerca del índice (en el momento de redactar este informe, el diferencial es solo del 2%) como para sorprendernos dado el desdén con el que mantenemos a los administradores de índices más cerrados. Se trata de una subespecie de gestores de fondos profesionales que cobran altas comisiones de gestión activa mientras ofrecen un rendimiento similar al de un índice (es decir, no activo). Podemos prometerle que cualquier parecido que Nomad pueda tener con los rastreadores de índices del armario es pura coincidencia. Nuestra cartera no se parece en

nada al índice. De hecho, no es como el de cualquier otra persona. Y tenga en cuenta que, a diferencia de los rastreadores de índices de armario, en Nomad, sin rendimiento no hay comisiones. Así debe ser. (¡Una noción que debe introducirse en el buzón de sugerencias de su administrador de fondos mutuos!).

Dicho esto, la participación de Nomad Investment Partnership Limited Partners y la Nomad Investment Company Class A comparten los resultados brutos (es decir, netos de comisiones de gestión y costes, pero antes de comisiones de rendimiento) durante los últimos seis meses, uno y dos años atrás, así como desde El inicio (antes y después de las comisiones de rendimiento) se presentan a continuación sobre una base compuesta, junto con los resultados comparables para un índice bursátil global líder (ver también el apéndice):

A junio 30 de <sup>xx</sup> de 2004	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI Índice (neto) US \$</u>
	<u>Camaradería*</u>	
6 meses	-0,97%	+ 3,52%
Un año	+41.14	+24,00
Dos años	+73,48	+21.06
Desde el inicio (09/10/01)	+98.50	+14.37
Anualizado desde el inicio		
Antes de comisiones por desempeño	+ 27,38%	+4,85
Después de las comisiones por desempeño	+23.14	

Para aquellos inversores que se unieron a la mitad, o que a pesar de nuestra arenga permanecen orientados al corto plazo, la siguiente tabla describe el desempeño en incrementos (nuevamente, vea el apéndice):

Al 30 de junio de 2004:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI Índice (neto) US \$</u>
	<u>Camaradería</u>	
2004	-0,97%	+ 3,52%
2003	+79,64	+33,11
2002	+1,30	-19,89
2001 (inicio 10/09/01)	+10.14	+3,61

### Gobernanza de la asociación

En mayo, el saldo de los fondos que esperaban ser invertidos en Nomad se redujo en un momento en que los precios de las acciones nos permitían reducir la relación precio / valor de la Asociación, y cuando las compras de información privilegiada y la recompra de acciones se recuperaron en las empresas participadas. La mayor parte de esto

se invirtió capital adicional y deja un saldo de caja de alrededor del 16% de los activos. Esto también se invertirá cuando los precios lo permitan. La Asociación ha crecido considerablemente en los últimos dieciocho meses a poco más de U \$ 100 millones y ahora debería considerarse cerrada. Este es nuestro estado natural de cosas, y estará marcado por períodos abiertos en respuesta a las oportunidades de precios.

El trabajo uno, dos y tres para su gerente es el desempeño de la inversión, no la recolección de activos. Pocos practican este enfoque. Trabajamos bajo el supuesto de que si el desempeño es razonable, el nivel de interés en lo que estamos haciendo aumentará y, si corresponde, la Asociación crecerá con el tiempo. El sentido común y las matemáticas simples dictan que será oportuno si el crecimiento se puede canalizar para que coincida con los precios deprimidos y no con los máximos del mercado. Debemos apuntar a este estándar, aunque sea contrario a la práctica común en la industria. Si hubiéramos adoptado el enfoque de puertas abiertas estándar de la industria, la Asociación sería aproximadamente tres veces su tamaño actual, pero los resultados serían peores y la calidad de los socios se vería afectada significativamente. Es importante para nosotros que todos comprendamos el proceso de inversión (en el apéndice se incluye un recordatorio, en forma de una entrevista publicada en el Outstanding Investor Digest), esforzarse por mantener una sana indiferencia por los resultados obtenidos (ciertamente, sin extrapolación de resultados anuales por favor) y mantenga un temperamento paciente. Los dólares de inversión funcionan mejor cuando ocupan un espacio psíquico diferente al de casi cualquier otra forma de ahorro que pueda tener.

El tamaño de cualquier reapertura futura será proporcional al conjunto de oportunidades: un colapso de las acciones de gran capitalización (por favor), un desvanecimiento del mercado de deuda como el experimentado recientemente en los EE. UU. O una crisis de los mercados emergentes como ocurrió unos años antes. , permitiría que la Asociación tuviera muchas veces su tamaño actual y mejoraría sus posibles beneficios. Hoy en día, las oportunidades son principalmente empresas de pequeña y mediana capitalización, especialmente en Asia, y principalmente de cambio de rumbo (que traen consigo riesgo de reinversión una vez que se venden las acciones). Y así, por el momento, la Asociación mantendrá su modesto tamaño. Con el tiempo, esto puede cambiar, pero el momento de ese cambio está fuera de nuestro control. Cuando volvamos a abrir, escribiremos a aquellos que hayan expresado su interés en invertir más. Es probable que esto ocurra durante períodos de tensión en el mercado y tendremos que confiar en que las indicaciones hechas durante los tiempos más optimistas se conviertan en suscripciones contrarias. Muy pocas organizaciones practican este enfoque de sentido común porque comprenden cómo funciona la naturaleza humana. Sospechan (¡o saben!) Que el inversor medio será bajista en la parte inferior. No tiene sentido llevar a ese caballo en particular al agua. En Nomad, creemos que nuestros socios son excepcionales. Retirar el trazado de la cola en mayo. A las cuarenta y ocho horas de haber indicado nuestra preferencia, todos los que estaban en la cola habían consentido en suscribir su importe total, con poca antelación, y con varias ofertas de más si así lo deseábamos. Maravilloso. Y gracias. En silencio, nos ha dejado continuar con el trabajo de invertir sin los estímulos y molestias que son comunes en toda la industria. A su vez, nos hemos sentido confiados y libres para invertir de la manera que creemos apropiada para el beneficio de todos nuestros resultados. Somos conscientes de que el historial de la industria en la obtención de capital en los mínimos del mercado no es bueno. Pero nos complace confiar en que usted se opondrá en el próximo desmayo del mercado.

#### Estado actual de las inversiones en asociaciones

El crecimiento de la Alianza y el desempeño desigual de las participaciones individuales significa que la distribución de las inversiones de la Alianza es un poco más difusa de lo que normalmente sería el caso. Diez participaciones todavía representan casi la mitad de la Asociación, pero hay una cola de inversiones más pequeñas desde los primeros días, que fueron

considerables en un momento, y ahora llevan el número total de participaciones a poco más de treinta. De hecho, estamos construyendo una nueva cartera (las diez grandes participaciones) dentro de la antigua cartera (la cola). Aproximadamente un tercio de los activos de la Asociación se invierte

36

en empresas del sudeste asiático, una quinta parte en el Reino Unido y Estados Unidos y una décima parte en Europa. Aproximadamente el setenta por ciento de la Asociación se invierte en acciones ordinarias, el diez por ciento en bonos corporativos (en dificultades) y el saldo se mantiene en efectivo en depósito. La relación precio-valor estimada de la Alianza es de 61 centavos por dólar, ligeramente por debajo del final del año debido a las nuevas inversiones.

Tenemos participaciones que van desde casi el 7% al 0,3% de los activos. En el momento de redactar este artículo, Jardine Matheson / Strategic y Costco Wholesale representan alrededor del 6,5% de los activos de la Asociación cada uno, Xerox 3,1%, pero Union Cement alrededor del 1% y Velcro 0,6%. ¿Por qué? Una consecuencia de la disciplina de precios es que no se puede estar seguro de antemano del tamaño de la oportunidad de inversión. Simplemente no podemos estar seguros de cuántas personas estarán dispuestas a vendernos a nuestro precio: pueden ser 20 acciones o el 20% de la empresa. Esperamos lo último, pero más recientemente hemos descubierto que es lo primero. Un ejemplo extremo ha sido nuestro intento de comprar acciones de Union Cement. Se trata de la empresa cementera más grande de Filipinas y se ha fijado un precio en el mercado de alrededor de una cuarta parte del costo de reposición de sus activos. Los activos son a escala mundial y razonablemente nuevos, o al menos se construyeron durante el auge del tigre asiático de principios de la década de 1990. La baja valoración de la empresa en los mercados tuvo el efecto deseado en la reducción de la inversión de capital (¿por qué gastar recursos discrecionales en nuevos activos brillantes cuando el mercado los valoró al 25% del costo?) Y, en cambio, se utilizó el flujo de caja libre para pagar la deuda. A pesar del vuelco en la estrategia, los inversionistas apenas parecieron darse cuenta y las acciones, que ya habían caído de U \$ 0,30, rebotaron entre 1 y 2 centavos por acción. Comenzamos a comprar y, al hacerlo, subimos el precio durante un período de seis meses de 1,5 centavos a 2,5 centavos y, a pesar de ser casi el único comprador de acciones, logramos comprar acciones por un valor de solo U \$ 1 millón. Esto es muy poco si se considera que Union Cement es una gran empresa con un valor de mercado de U \$ 200 millones y alrededor de U \$ 700 millones en activos brutos. Las acciones simplemente no se negociarían, de hecho, el período de tenencia promedio indicado por la rotación de acciones durante gran parte de este período implicaba una perspectiva de más de 40 años por parte de los inversores, coincidentemente comparable a la vida útil de una planta de cemento. Por supuesto, cuanto más infravalorada estaba la empresa, menos acciones se negociaban, ya que más tenedores entendían la infravaloración. Sin embargo, seguimos adelante con la esperanza de que, a medida que subiera el precio, pudiéramos conseguir más acciones. Esto no iba a ser así. Para cuando Holcim, una de las compañías cementeras más grandes del mundo, compró un bloque de control en la empresa a un precio efectivo para Union Cement de cerca de 10 centavos (EE. UU.) Por acción, cinco veces nuestro precio promedio de compra, habíamos asegurado solo una pequeña cantidad. Es posible que pudiéramos haber hecho de Union Cement una inversión significativa del diez por ciento en la Asociación. Tal como estaba, ya pesar de nuestros mejores esfuerzos, logramos lograr una miserable inversión del 1%. Charlie Munger tiene razón cuando dice, "es molesto comprar un poco".

Nuestros pensamientos sobre la concentración de la cartera

A medida que se invierte el efectivo, aumentará la concentración de la cartera. En teoría, si pudiéramos encontrar cincuenta ideas con descuentos iguales al valor, con la misma probabilidad (convicción) de que se realizara el valor, entonces todas podrían ponderarse por igual en la Asociación. Entonces, todos podríamos esperar un aumento agradable y suave en el valor de nuestras acciones en Nomad, sin las fluctuaciones que podría generar una cartera más concentrada. Pero la vida no es así. En realidad, las oportunidades en las que nos sentimos cómodos para desplegar capital son raras, y las ideas de mayor convicción son las más raras de todas. Entonces, la cuestión es cuánto invertir en cada idea. Bill Miller, que ha dirigido el Legg Mason Value Trust de manera tan brillante durante muchos años, sugiere el uso de un sistema ideado en 1956 por JL Kelly. Una versión simplificada del criterio de Kelly es que los inversores deben apostar una proporción de la cartera igual a  $2,1 \times p - 1,1$ , donde  $p$  es la probabilidad de acertar. El resultado de sentido común de esta ecuación es que si uno está seguro de tener razón, debe invertir el

37

toda la cartera en esa idea. Incluso si se dice, 75% seguro de tener razón, la ponderación correcta sigue siendo alta en 47,5% ( $(2,1 \times 0,75) - 1,1$ ). Pero, ¿alguien hace eso? Hasta donde sabemos, solo las primeras carteras de Buffett Partnership se acercaban a este nivel de concentración, y luego principalmente en empresas en las que Buffett era accionista mayoritario. ¿Pero no es esta la forma correcta de pensar? Si sabe que tiene razón, ¿por qué no apostaría una alta proporción de la cartera en esa idea? La extensión lógica de esta línea de pensamiento es que la concentración de la cartera de Nomad en ocasiones ha sido demasiado baja. Y si ha sido demasiado bajo en Nomad, ¿qué ha estado sucediendo en los grandes complejos de fondos mutuos con cientos de acciones en una cartera de un solo país? Si se aplica el criterio de Kelly, el administrador de fondos promedio parecería no tener ni idea del probable éxito de una idea. En nuestra opinión, la sobrediversificación masiva que es común en la industria tiene más que ver con el marketing, hacer que los clientes se sientan cómodos y suavizar los resultados que con la excelencia en la inversión. En Nomad preferiríamos que los resultados fueran más volátiles de un año a otro, pero maximizamos nuestro resultado de cinco años consecutivos. Si no comparte esta opinión, piense detenidamente sobre su inversión en Nomad.

#### Una de las consecuencias de la diversificación excesiva en toda la industria

Los padres entenderán cuando les digo que cuando los niños nacen, parecen traer su propio amor con ellos. Sin embargo, las acciones no son como los niños. Cuantas más acciones tengas, menos te preocupas por cada una de ellas individualmente. La atención prestada al gobierno corporativo, la asignación de capital, la compensación de incentivos, la contabilidad y la estrategia debe diluirse a medida que aumenta el número de acciones. Alternativamente, se reclutan ejércitos de analistas, con el riesgo de caer en la toma de decisiones basada en comités. Cuando la diversificación excesiva se convierte en la norma de la industria, entonces, en conjunto, los inversores corren el riesgo de no controlar el mal comportamiento empresarial. ¿Serían los administradores de fondos tan liberales con una gestión disfuncional si la participación fuera el 20% de la cartera en lugar del 0,2%? Por supuesto que no. Quizás algunos de los escándalos de los últimos años se habrían evitado si los administradores de fondos hubieran sido más propietarios con sus tenencias.

Sin embargo, hay algunos destellos de esperanza. Nos hemos inclinado a pensar en los mayores accionistas de las empresas que cotizan en bolsa como socios generales. Esto

funciona mejor con algunas organizaciones de gestión de fondos que con otras, pero no se debe subestimar la influencia que puede tener un gran accionista externo debidamente orientado sobre el comportamiento empresarial. En Jardine Matheson, Brandes Investment Partners (el mayor accionista externo) propuso, y Marathon la secundó, una moción para reorganizar la empresa. Aunque esta propuesta fracasó porque la dirección votó en contra a través de sus acciones en la empresa hermana Jardine Strategic, desde entonces se ha seguido una versión diluida de la estrategia de Brandes y con resultados maravillosos. En Kersaf, Allan Gray Limited y Marathon combinaron votos para proponer un cambio radical en la estrategia de la empresa. La estrategia (¡todo el trabajo de Allan Gray, no el nuestro!) Ha demostrado ser excelente, y el precio de las acciones de Kersaf se ha duplicado en rand (y casi se ha cuadruplicado en dólares). En Hollinger International, Tweedy, Browne Company ha perseguido de manera profesional y desinteresada al ex presidente Conrad Black para recuperar los fondos que se le pagaron y, en el proceso, se han dado cuenta del valor de mercado privado de las propiedades del periódico, lo que ha resultado en una duplicación de las acciones de la compra de Nomad. Nuestro aporte se ha limitado a la correspondencia privada con Lord Black, que está enmarcada y puede verse en las oficinas de Marathon. Si se reúne con representantes de cualquiera de estas excelentes organizaciones de administración de fondos orientadas a la inversión, cómpreles una bebida. Han contribuido enormemente a sus devoluciones.

Y para que no piense que Marathon no ha estado haciendo todo lo posible, en HCI, el propietario de eTV, South

38

La estación de televisión comercial independiente de África, Marathon, está en el proceso de resistir en la corte, un intento de la gerencia de comprar la empresa en contra de nuestros deseos en lo que es demostrablemente (y la gerencia está de acuerdo) con un descuento masivo a su valor real. Estas acciones requieren mucho tiempo y son costosas, pero apropiadas. Quedarnos quietos y mirar mientras nos quitan la billetera no tiene mucho sentido para nosotros. Vender las acciones y comprar otra cosa tampoco beneficia a nadie, a pesar de que esta es una práctica común en la industria. Como escribimos en la última carta:

*“... La mejor defensa es poseer lo suficiente de la empresa para influir en el resultado. En la mayoría de los casos, bastaría con más del 10% de las acciones en circulación. Aquellos que abogan por el mercado*

*La liquidez de sus inversiones por encima de otras consideraciones podría desear tener en cuenta la incapacidad de un inversor para influir en los resultados mientras posee una proporción mínima de una empresa. Si Nomad sigue creciendo en tamaño, tenemos la intención de no cometer este error ”.*

### La probable evolución de las inversiones en asociación.

En la oficina mantenemos una lista de empresas reunidas bajo el título de “pensadores de súper alta calidad”. No es fácil unirse a este club, y actualmente la lista incluye quince empresas. La entrada está reservada para los intelectualmente honestos y económicamente racionales, pero eso por sí solo no es suficiente. Hay muchas empresas que hacen lo correcto cuando están de espaldas a la pared, y esta lista excluye a las que asisten temporalmente a la iglesia. Los pocos ungidos están allí porque han optado por superar a sus competidores y asignar capital durante muchos años con disciplina para reforzar la ventaja competitiva de su empresa. Una buena asignación de capital adopta muchas formas y no requiere

necesariamente que una empresa crezca. La exitosa inversión de la Asociación en Stagecoach se ha debido a la estrategia de contracción de la empresa, no a su crecimiento, aunque eso puede llegar con el tiempo. En National Indemnity (una subsidiaria de seguros de Berkshire Hathaway), la capacidad de la empresa para suscribir seguros solo cuando los precios son buenos y retroceder cuando los precios son bajos, incluso si los ingresos disminuyen en un 80% y permanecen deprimidos durante muchos años, es un maravilloso ejemplo de disciplina de capital y buena asignación de capital. Después de todo, ¿por qué crecer si los rendimientos van a ser bajos? Sin embargo, sorprendentemente pocas empresas tienen la fuerza para quedarse al margen o encogerse, ya que la presión para crecer suele ser abrumadora. El clamor proviene del interior de la empresa (reforzado por una compensación de incentivos mal construida), los promotores de Wall Street y los accionistas a corto plazo. Cuando se enfrenta a este bombardeo, la voz del accionista a largo plazo a menudo no se escucha. Preguntamos a las empresas con problemas económicos por qué quieren crecer. Y la alta dirección, con las manos en los hilos del bolso, nos mira con incredulidad ante nuestra línea de preguntas. No es tan fácil resistir la tentación de crecer, incluso si los resultados económicos lo parecen. Los “pensadores de súper alta calidad” son nuestra mejor conjetura de aquellas empresas cuyos accionistas podrían abdicar de su derecho a negociar acciones (asignar capital ellos mismos) seguros sabiendo que su capital estará bien asignado durante los próximos años dentro de las empresas. Esta lista es un grupo de máquinas de composición maravillosas que funcionan con honestidad. A esto lo llamamos la "cartera de terminales". Aquí es donde queremos ir. La pregunta es, ¿por qué esta lista no es la misma que la cartera actual de Nomad?

Esta no es una pregunta fácil de responder. Pero volvamos a la analogía de la iglesia por un momento. Cuando pensamos en empresas, la consideración analítica primordial es la calidad del negocio y la calidad de las decisiones de asignación de capital de la dirección. Cuanto más tiempo posean los inversores las acciones, más se vincula su resultado a estas dos métricas. Lo que separa a un héroe corporativo de un loco es una evaluación intelectualmente honesta de las perspectivas comerciales y, armada con ese conocimiento, una asignación adecuada de recursos discrecionales. Solo hay dos razones por las que las empresas se comportan bien. Porque quieren y porque tienen que hacerlo. Nuestra preferencia es invertir en aquellos que quieran. Si podemos encontrar suficientes de estas oportunidades celestiales,

39

de hecho nos dejó sin trabajo, y usted debería estar satisfecho con este feliz resultado (incluso nosotros estaremos encantados, aunque un poco aburridos). El problema, por supuesto, es el precio. Al pagar hoy por negocios excelentes, los inversores ya están pagando por muchos años de crecimiento por venir, con la esperanza de que, como dice el refrán, “*el tiempo es amigo de un buen negocio*”.

Todos podemos observar que los precios de las acciones, establecidos en un mercado de subastas, son más volátiles que los valores comerciales. Varios estudios y observaciones ocasionales revelan que los precios individuales oscilan ampliamente alrededor de un precio central año tras año, y sin razón aparente. Ciertamente, los valores comerciales no hacen esto. Con el tiempo, esto ofrece la posibilidad de que cualquier negocio, de hecho todos los negocios, tendrá un precio significativamente incorrecto. Incluso el poderoso Berkshire Hathaway, con su incondicional base de accionistas a largo plazo, estaba demostrablemente a mitad de precio a principios de 2000. Y Marathon compró acciones (desafortunadamente antes de la creación de Nomad). Es solo cuestión de tiempo. Aquellos que persiguen precios altos hoy, dejan menos pólvora para el futuro. De hecho, valoran las oportunidades futuras casi nulas. Por lo tanto, el costo de oportunidad también está en parte detrás de nuestra

decisión. Hoy, hemos realizado dos inversiones en maravillosas máquinas de composición, y solo una de ellas está representada de manera significativa en la cartera (Costco Wholesale). ¿Cuál es la probabilidad de que, digamos, durante los próximos diez años, una buena parte de estos "pensadores de súper alta calidad" tengan un precio de 50 centavos? Nuestra apuesta es que las probabilidades son razonables. Aunque los precios son generalmente altos, el truco consiste en hacer el trabajo hoy, para que estemos preparados.

Y finalmente, el servicio de limpieza habitual y un recordatorio sobre la necesidad de paciencia.

Esta sección final puede parecer familiar, ya que en parte se repite de cartas anteriores. Sin embargo, esta vez hemos incluido algunas reflexiones sobre cómo nos gustaría que nos midan. También puede valer la pena reiterar la sección para aquellos que han invertido recientemente o están llegando al final de la carta por primera vez (felicitaciones).

Puede esperar de nosotros una carta anual y provisional (esta es nuestra tercera carta provisional) y revisiones de inversión global ocho veces al año en las que analizamos nuestras ideas de inversión. En nuestra opinión, estos documentos, una vez digeridos, proporcionan la información necesaria para formarse un juicio sobre qué y cómo lo estamos haciendo. Del administrador de Nomad (Daiwa Securities Trust and Banking, +353 1603 9921 para sus consultas) puede esperar un estado de cuenta mensual y estados financieros anuales e intermedios. Llámelos si no recibe todo lo que debería. La orientación de Nomad es genuinamente a largo plazo, y es probable que los informes más regulares, diarios, semanales, mensuales o de otro tipo, sean de poco valor para usted e incluso pueden ser contraproducentes.

Una de las ventajas competitivas clave de Nomad será la paciencia agregada de sus socios. Realmente estamos invirtiendo a largo plazo, en empresas infravaloradas dirigidas por equipos de gestión que pueden estar tomando decisiones, cuyos frutos pueden no ser evidentes durante varios años. Nuestra preferencia es que se mida sobre una base de cinco años consecutivos; coherente con el tiempo necesario para que muchas decisiones importantes de asignación de capital den sus frutos y el período promedio en el que esperamos poseer una inversión. (Nuestro marco para pensar en una compra típica y los rendimientos esperados se estableció en la carta de diciembre de 2003 y se incluye en el apéndice de esta carta). Si Nomad va a tener una ventaja comparativa sostenible, esto provendrá de las habilidades de asignación de capital de su gerente y la paciencia de nuestros socios. En este último, hemos comenzado bien, sin rotación de socios desde que comenzamos y casi sin consultas sobre el rendimiento a pesar de los cambios en los precios generales del mercado. Esto es muy inusual y un gran crédito para nuestros socios e implica una perspectiva similar a largo plazo. Solo mirando más lejos que la multitud a corto plazo podemos esperar vencerlos. Es por esta razón que nombramos a Nomad una inversión

Asociación y no un fondo (¡y ciertamente no un fondo de cobertura!). La relación que buscamos es bastante diferente.

Trabajamos duro para ser lo más minuciosos y reflexivos posible al tomar decisiones de inversión. Hacemos esto concienzudamente y tenemos nuestro propio dinero en juego con usted. Nos parece una anomalía considerable que la plétora de nuevas boutiques de inversión y fondos de cobertura que han surgido en los últimos años tengan ostensiblemente el mismo proceso de inversión: a corto plazo, apalancado y dominado por el flujo de



noticias. Por nuestra parte, no tenemos ningún interés en estos esquemas de enriquecimiento rápido y preferimos ganar dinero a la antigua, mediante una selección de valores bien investigada y reflexiva, con un sesgo hacia la concentración de la cartera y niveles muy bajos de rotación. Este enfoque requiere paciencia, pero se adapta a nuestro temperamento y creemos que conducirá a resultados satisfactorios a largo plazo.

Como siempre, le agradecemos su confianza y valoramos su apoyo.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

#### Apéndice 1: Una compra típica, rendimientos esperados y gestión de cartera

*Esta sección se incluyó originalmente en la carta de diciembre de 2003 a los socios.*

Se ha incluido un índice junto con los resultados al principio de esta carta, no con el propósito de una evaluación comparativa explícita, sino para colocar el desempeño en contexto. Nomad es una asociación de rendimiento absoluto, lo que plantea la pregunta: ¿qué rendimientos estamos tratando de lograr? En este punto, los lectores habituales pueden sentir que al tratar de discutir los posibles rendimientos estamos esquiando fuera de pista. Sin embargo, preferiríamos que las expectativas fueran sensatas en lugar de arriesgarnos a una extrapolación mental de los resultados históricos. Para ayudar a ilustrar los rendimientos que pretendemos lograr, puede resultar útil explicar lo que pensamos cuando compramos una acción.

Nuestro objetivo es realizar inversiones a precios que consideramos cincuenta centavos por dólar de lo que vale una empresa típica. La asignación de capital por parte de las empresas participadas debe ser coherente con la creación de valor y, de ser así, esperamos que el valor real del negocio (el valor de 100 centavos) pueda crecer en torno al 10% anual. El efecto a lo largo de cinco años será combinar U \$ 1 de valor en U \$ 1,62, y las empresas que pueden generar valor como este normalmente son recompensadas en el mercado con una valuación justa (es decir, tienen un precio cercano a U \$ 1,62). Este feliz resultado implicaría un rendimiento del precio de compra (50 centavos) de alrededor del 26% anual. Entonces, ¿qué pasa cuando nos equivocamos? Nuestro error más común es juzgar mal las decisiones de asignación de capital de nuestras empresas: las empresas que articulan una estrategia de recompra de acciones / pago de deuda y tienen incentivos para reforzar ese resultado, lanzan la cautela al viento y hacen adquisiciones en su lugar. La inversión de la Asociación en Readers Digest entra en esta categoría. Errores de asignación de capital como estos a menudo impiden la capitalización del valor, pero hasta la fecha rara vez han resultado en una caída permanente en el precio de la acción por debajo de nuestro precio de compra (50

centavos). Por lo tanto, hemos tendido a encontrar que nuestros errores se atrofian (permanecen baratos) en lugar de colapsar, ¡aunque todos podemos nombrar un colapso!

Si a lo largo de cinco años nuestros errores son en conjunto plano, y nuestros errores suman la mitad de los activos de la Asociación, esto implica un rendimiento anual compuesto del 13% para la cartera en su conjunto<sup>2</sup>. No todos los años, y tal vez no durante varios años consecutivos, pero

con el tiempo, este nivel de expectativas nos parece razonable. Este modelo es tremendamente preciso, un poco demasiado pulcro y lo único que casi podemos garantizar es que las devoluciones no serán exactamente del 13%. Sin embargo, es importante que todos comprendamos el proceso de inversión y los plazos involucrados.

Los principales determinantes del resultado son el precio (que se mantiene en 50 centavos por dólar) y la asignación de capital por parte de la administración. El primero está bajo nuestro control, es decir, está bajo nuestro control ser pacientes y esperar el precio correcto. El segundo implica un juicio subjetivo sobre la calidad de la gestión y una evaluación sobre la sostenibilidad de los rendimientos comerciales a largo plazo. Son estos factores los que ocupan casi todo nuestro tiempo.

\* Asesor de Marathon: Esta es una ilustración hipotética basada únicamente en los supuestos establecidos anteriormente y no es una indicación o garantía del desempeño real de la Asociación ni tiene la intención de formar parte del objetivo de inversión de la Asociación.

















**Asociación de inversión nómada**  
**Carta anual**  
**Para el período terminado en diciembre 31 de <sup>st</sup>, 2004**

El 31 de diciembre <sup>st</sup> , 2004	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI Índice (neto) <u>US \$</u></u>
	<u>Camaradería</u>	
6 meses	+ 23,2%	+ 11,5%
Un año	+22.0	+15,2
Dos años	+119.2	+54,4
Tres años	+122.1	+22,6
Desde el inicio (09/10/01)	+144,6	+29,4
Anualizado desde el inicio		
Antes de comisiones por desempeño	+ 30,8%	+ 8,0%
Después de las comisiones por desempeño	+25,7	+8,0

Las cifras anteriores se presentan de forma acumulada (para las acciones "A", después de las comisiones de gestión y antes de las comisiones de rendimiento). A continuación, se presentan los mismos resultados en incrementos anuales discretos. La tabla superior es la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo (consulte el apéndice):

Al 31 de diciembre de 2004:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI Índice (neto) <u>US \$</u></u>
	<u>Camaradería</u>	
2004	+ 22,0%	+ 15,2%
2003	+79,6	+34,0
2002	+1,3	-19,3
2001 (inicio 10/09/01)	+10,1	+3,9

2005 es el quinto año calendario de la Asociación. Esto es importante solo en la medida en que les pedimos que midieran nuestro desempeño durante períodos continuos de cinco años y ahora nos encontramos en la recta final de nuestro primer aniversario de cinco años. Desde el inicio, hemos convertido un dólar en dos dólares y cuarenta y cuatro centavos antes de las comisiones por desempeño, y dos dólares y catorce centavos después de las comisiones, en comparación con un índice que habría agregado alrededor de veintinueve centavos al dólar original. Pero aún queda camino por recorrer y, como siempre, por favor, ninguna extrapolación mental del desempeño histórico, es simplemente una receta para que todos se enojen.

Ha habido muchos comentarios en la prensa sobre el reciente éxito de los denominados "inversores de valor". En general, el comentario ha descrito los últimos años como adecuados

para los "inversores de valor", al igual que los últimos años de la década anterior se describen como adecuados para los "inversores de crecimiento". Discutiremos el crecimiento y valoraremos un poco más en esta carta. Ciertamente, es justo decir que nuestros resultados indican que han sido fructíferos para los inversores contrarios. Pero ahora, con precios más altos, es un poco más difícil. Una advertencia: el mercado actual no es como el final de la década de 1990, cuando una burbuja de acciones de alto precio, principalmente de tecnología, se equilibró con una simetría similar al Zen mediante una anti-burbuja de negocios baratos y de menor crecimiento. Hoy en día, los precios son igualmente altos en los distintos conjuntos de oportunidades, y hay pocos focos evidentes de subvaloración del tamaño. Disfrutamos particularmente de un editorial en el Investor's Business Daily publicado en diciembre, que captura bastante bien el estado de ánimo de los mercados.

46

*“La Fed aprieta, las acciones suben.  
El dólar cae, las acciones suben.  
El petróleo se dispara, las existencias suben.*

*Las ventas minoristas se tambalean, las existencias suben.*

*¿Es este un gran país o que?”*

Probablemente sea justo decir que el riesgo de reinversión (el riesgo de invertir mal el dólar incremental) es probablemente más alto hoy de lo normal. Pero luego, con la Asociación cerrada, no tenemos muchos dólares adicionales para reinvertir.

### Crecimiento y valor

El debate sobre el crecimiento y el valor es perenne y bastante innecesario. Warren Buffett lo hizo bien hace años:

*“Sea apropiado o no, el término “ inversión de valor ” se usa ampliamente. Por lo general, connota la compra de acciones que tienen atributos tales como una baja relación precio / valor contable, una baja relación precio-beneficio o un alto rendimiento por dividendo. Desafortunadamente, tales características, incluso si aparecen en combinación, están lejos de ser determinantes en cuanto a si un inversionista realmente está comprando algo por lo que vale y, por lo tanto, está operando realmente sobre el principio de obtener valor en sus inversiones. En consecuencia, las características opuestas (una alta relación precio / valor en libros, una alta relación precio-ganancias, un bajo rendimiento de dividendos) no son de ninguna manera incompatibles con una compra de "valor" ”.*

Fuente: Informe anual de Berkshire Hathaway  
1992

No terminaremos el debate aquí, pero, para que todos lo entendamos, nuestra definición es que una empresa vale el flujo de caja libre que se puede esperar que genere entre ahora y el día del juicio, descontado a una tasa razonable. Período. Por lo tanto, el crecimiento es inherentemente parte del juicio de valor, no una disciplina separada. Si es así de simple, y lo es (al menos, la definición es simple), entonces, ¿cómo se ha metido la industria en tal confusión y por qué los comentaristas continúan usando las relaciones precio / valor contable, las relaciones precio /

ganancias o sus equivalentes modernos? como EV a Ebitda, como proxy de valor. Todos sabemos que no significa nada. ¿Entonces por qué lo hacemos?

Los psicólogos se refieren a reglas básicas como heurísticas. En la vida normal, la heurística generalmente funciona. No procesamos conscientemente todas las combinaciones posibles de ropa en nuestro guardarropa cuando nos vestimos por la mañana, sino que usamos inconscientemente la heurística para reducir las opciones. Sin embargo, en el mercado de valores, hacer la mitad del trabajo (solo observar una parte del guardarropa) tiene un beneficio limitado si la inversión exitosa requiere más trabajo. Precio contable, precio a flujo de caja, etc., no puede ser un sustituto exacto de la definición que proporcionamos anteriormente. El amplio uso de la heurística de valoración en la industria es bastante extraño. Su valor informativo, dejando de lado la inexactitud por un momento, puede ser limitado aunque solo sea porque la inversión exitosa es un deporte minoritario. Su supervivencia probablemente se puede atribuir a la pereza intelectual por parte del profesional de la inversión y al giro por parte de los departamentos de marketing de la industria. Ciertamente, tiene poco que ver con la excelencia de la inversión. Entonces, cuando los comentaristas sugieran que el “valor” ha vencido al “crecimiento”, o que el “crecimiento” ha vencido al “valor”, tenga en cuenta que se está impartiendo poca sustancia real. Ciertamente, tiene poco que ver con los resultados de nuestra Asociación.

47

### Por qué pensamos lo que pensamos

Es solo en un mundo tan revuelto que una Asociación de Inversión de sentido común, como Nomad, puede verse como una franja lunática; créame, lo somos. La industria está pasando un momento terrible al encasillar nuestra Asociación. No es que nos importe un ápice. Nomad es un inversor de valor en el sentido de que nos gusta comprar acciones a mitad de precio. Pero la mayoría de nuestros competidores describirían las participaciones más grandes como acciones de crecimiento. Tenemos la capacidad de invertir a nivel mundial, pero el 40% de los activos de la Alianza se encuentran en el sudeste asiático. Estamos concentrados (las diez principales participaciones representan alrededor del 65% de los activos de la Asociación), pero tenemos inversiones tan pequeñas como el 0,5% de los activos. Este año celebramos reuniones de empresa en California, Johannesburgo y Hong Kong, donde tenemos inversiones, pero también en Zimbabwe, donde no tenemos ninguna, solo porque teníamos curiosidad. Le preguntamos a la oficina de Londres de Rio Tinto plc., Una gran empresa minera global, si podían ayudar a organizar una reunión con su subsidiaria de Zimbabue que cotiza en la Bolsa de Valores de Harare, solo para que su oficial de relaciones con inversionistas pregunte: "¿Está en la lista?" ! Podemos poseer acciones y bonos cotizados y no cotizados, como un fondo de cobertura, pero no podemos quedarnos cortos. Tenemos una tarifa de rendimiento que es equitativa, no atroz, en una era en la que lo atroz es la norma. Es tan equitativo que un afamado inversor estadounidense nos dijo "no ganarás dinero así", lo que significa que la tarifa de gestión es demasiado baja. Pero hemos ganado dinero, lo hemos ganado a través del desempeño, no de la recolección de activos. Pero lo más importante de todo es que no recurrimos a declaraciones de "creencias" para justificar nuestras acciones (fíjese en el uso de esa palabra en particular cuando se habla de inversiones, particularmente cuando la "creencia" se adjunta a una heurística). Ayn Rand tenía razón cuando escribió el famoso discurso de John Galt en Atlas Shrugged de que “ningún sustituto puede hacer tu pensamiento”. Cuidado, esta industria está llena de ideas recibidas sin pensar, comenzando con el valor, el debate sobre el crecimiento y las heurísticas de valoración. Creemos que nos esforzamos más que la mayoría por ser racionales y creativos. La combinación de los dos es importante. Han pasado casi setenta años desde que John Maynard Keynes escribió su “Teoría general”. Sorprendentemente, poco ha cambiado:

*“Por último, es el inversor a largo plazo, el que más promueve el interés público, quien en la práctica será el que reciba más críticas, dondequiera que los fondos de inversión sean gestionados por*

*comités o juntas o bancos. Porque está en la esencia de su comportamiento que debe ser excéntrico, poco convencional y temerario a los ojos de la opinión media. Si tiene éxito, eso sólo confirmará la creencia general en su temeridad; y si a corto plazo fracasa, lo que es muy probable, no recibirá mucha misericordia. La sabiduría mundana enseña que es mejor que la reputación fracase de manera convencional que triunfe de manera no convencional”.*

Fuente: Teoría general del empleo, el interés y el dinero John  
Maynard Keynes

### ¿Por qué nadie está haciendo un buen trabajo?

Entre las acciones con mejor desempeño de la década de 1990 se encuentran EMC, Dell, PMC Sierra y Microsoft. Estas eran las acciones más baratas hace una década, pero ningún inversor de valor las poseía. Pero, de nuevo, ninguno de los inversores de gran crecimiento (excluidos los iniciados) tampoco fue propietario de las acciones durante toda la década. ¿Por qué es esto? ¿Por qué no invirtieron en Dell en 1990 los inversores en valor, aquellos que dicen ser buenos para fijar el precio de una empresa? ¿Por qué nadie está haciendo un buen trabajo?

No, tampoco invertimos en Dell. Peor aún, no estábamos mirando. Aunque Dell no era caro en ese momento, estoy seguro de que hubiéramos llegado a la conclusión de que la probabilidad de que fracasara durante la próxima década habría sido alta, o al menos lo suficientemente alta como para dejar de ser propietarios de las acciones. Un estudio de Michael Goldstein en Empirical Research, una boutique de investigación, afirma que

48

la probabilidad de que las acciones de crecimiento fallen (desaceleración del crecimiento de la empresa) es tan alta como cuatro de cada cinco durante cinco años y nueve de cada diez durante diez años. Y en el caso de Dell, nos habríamos equivocado. No nos reconforta el hecho de que no ver el éxito es un error de inversión perenne: en la década de 1950, una gran empresa de gestión de fondos con sede en Baltimore vendió las acciones de sus clientes en IBM solo para que las acciones se apreciaran hasta el punto de que el valor de las acciones vendidas llegaría a ser más grande que toda la propia empresa gestora de fondos. Lo que estamos tratando de hacer hoy es evitar el segundo error de la compañía de Baltimore, que fue vender una participación igualmente grande en Wal-Mart en la década de 1970.

Cuando los inversores se describen a sí mismos como crecimiento o valor, puede ser útil tener dos preguntas en mente. Al inversionista de valor, pregunte: "¿Qué tiene su enfoque que le habría impedido ser propietario de K-Mart durante gran parte de los últimos veinte años?" (K-Mart era una acción "barata", medida por el precio y el valor en libros, pero una inversión terrible, a pesar del desempeño reciente), y al inversionista en crecimiento pregunte: "¿Qué tiene su enfoque que le habría impedido vender ¿Wal-Mart? ". Entonces, ¿cómo se pueden evitar estos errores? La respuesta no radica en analizar los efectos y resultados de un negocio, sino profundizar en la realidad subyacente de la empresa, el motor de su éxito. Es decir, uno debe ver

una inversión no como un balance estático sino como una máquina de capitalización en evolución.

### Deconstruyendo el caso comercial de Costco Wholesale

Hemos escrito sobre Costco antes (diciembre de 2002) pero no nos disculpamos por su inclusión nuevamente. La razón es que es importante para nosotros que usted comprenda no solo lo que hacemos, sino también por qué hacemos lo que hacemos. Esto no es fácil de hacer, como estoy seguro de que demostraré ahora. Según nuestra experiencia, muy pocos inversores comprenden lo que realmente hacen sus gestores. Sabemos esto porque los administradores de fondos a menudo son despedidos en el punto más bajo de su desempeño relativo, e invariablemente justo cuando el desempeño está a punto de cambiar. Los clientes que despidieron a Marathon a finales de 1999 (ya sabes quién eres) se han perdido una ganancia anual del 12% en comparación con el índice desde entonces, una ganancia que supera con creces cualquier déficit frente al índice de referencia durante años anteriores. Entonces, la educación es importante. Ayuda a ambas partes a tomar decisiones racionales. Costco también es una inversión importante para la Asociación en cerca del 10% de los activos. También soy consciente de que en la edición de septiembre de Global Investment Review, su gerente escribió un artículo en el que explicaba los riesgos de hacer precisamente lo que está a punto de hacer. Es decir, al comprometerse públicamente con una inversión, posteriormente puede resultar más difícil cambiar de opinión. En el apéndice se incluye una copia del ensayo. Sin embargo, sobre la base de que advertido está prevenido, continuaré. ¡Lo entenderá si no vendemos nuestras acciones todavía!

Costco Wholesale es un mayorista de bienes de consumo exclusivo para miembros. La membresía está disponible para el público a un precio de U \$ 45 anuales. El acto de comprar una membresía tiene el efecto de aumentar la participación de la empresa en el cliente de la misma manera que las empresas de bienes de consumo esperan lograr con la publicidad convencional. En Costco, el consumidor ha optado por comprometerse con el minorista. En otras palabras, la gente compra en Costco porque es Costco, no porque Costco tenga Coca-Cola. Y la razón por la que compran es que los productos tienen un precio fijo máximo del 14% sobre el costo. El margen fijo se conoce en la industria como "precio bajo todos los días" o EDLP, para diferenciarlo de la práctica normal de la industria de cambiar los precios en un intento de influir en el tráfico, o el llamado precio alto-bajo. precios. En Costco, el consumidor no paga más del 14% de lo que pagó la empresa, punto. En la carta de diciembre de 2002 a los accionistas, escribimos:

*“Para comprender lo importante que es EDLP para Jim Sinegal, el fundador de la empresa, considere la siguiente historia que nos contó un director de la empresa. Costco compró 2 millones de jeans de diseñador a un exportador y los envió a aguas internacionales y reimportó los jeans por un precio total de U \$ 22 aproximadamente el par. Esto fue U \$ 10 menos de lo que la firma había vendido los jeans en el pasado (ofreciendo el potencial de un margen de ganancia del 50%) y la mitad del costo de la mayoría de los demás minoristas. Un comprador recomendó tomar un margen bruto más alto de lo habitual (es decir, más del margen habitual del 14%), ya que nadie lo sabría. Aparentemente, Sinegal insistió en el margen estándar, argumentando que si 'te dejo hacerlo esta vez, lo harás de nuevo' ”.*

La mayoría de los supermercados marcan los bienes en conjunto en el doble (en términos de margen) que Costco e incluso el poderoso Wal-Mart marca nuevamente la mitad que Costco. Para ganar dinero con márgenes (brutos) tan bajos, Costco debe asegurarse de que: (1) Los costos operativos sean bajos, de hecho, muy bajos. Es indicativo de la paranoia con la que se maneja la empresa que los costos se midan en puntos básicos (hay 100 puntos básicos en un punto porcentual). Esto dificulta la vida de Wal-Mart y los hipermercados que no pueden fijar precios a los niveles agregados de Costco y ganar dinero ya que sus bases de costos (aproximadamente el 15% y el 25% de los ingresos respectivamente) son demasiado altas. (2) Que el precio al por mayor sea lo más competitivo posible. La clave para negociar los términos es que la cantidad de artículos en una tienda (unidades de mantenimiento de existencias) se fija en 4,000, y el derecho a llenar uno de estos espacios se subasta, con el proveedor que brinda la mejor propuesta de valor al consumidor ganando espacio. en el piso de la tienda! Compare esto con la práctica normal de la industria en la que el supermercado asume el papel de propietario, subasta el espacio al mejor postor y se embolsa las rentas ("tarifas de asignación" en el lenguaje de la industria). Muchos supermercados ganan dinero comprando al proveedor. Costco gana dinero vendiendo al consumidor. La empresa publica los criterios necesarios para convertirse en proveedor de Costco en su sitio web del Reino Unido. Después de establecer las definiciones de calidad, precio, empaque y gratificaciones ("expresamente prohibido" por razones que todos podemos entender), se incluye la siguiente declaración sobre cotizaciones de compra:

*"Esperamos que todos los proveedores coticen de manera constante y voluntaria el precio de adquisición más bajo posible disponible en todos los artículos. Un proveedor que no cotiche de manera constante y voluntaria sus precios más bajos a nuestros compradores será descontinuado permanentemente como fuente de compras para Costco".*

Fuente: Costco.co.uk

Dolor. ¡Un strike y estás fuera!

(3) Los ingresos deben ser muy altos. Este último factor es en parte una profecía autocumplida: los ingresos serán altos si los otros factores, (1) y (2), son favorables. La cuestión es qué hace la empresa con esta ventaja de ingresos. En el caso de Costco, las ganancias de eficiencia de la escala se transfieren al consumidor para impulsar un mayor crecimiento de los ingresos. De esa manera, los clientes de una de las primeras tiendas de Costco (fuera de Seattle) se benefician de la expansión de la empresa (por ejemplo,

Ohio), ya que también se benefician de la caída de los precios de los proveedores. Esto también hace que las tiendas antiguas sigan creciendo. El punto es que habiendo compartido los ahorros de costos, el cliente corresponde, con el resultado de que los ingresos por pie de espacio de venta minorista en Costco superan a los del siguiente rival más alto (Wal-Mart's Sam's Club) en aproximadamente un cincuenta por ciento.

Las tiendas son principalmente de propiedad en lugar de arrendadas. Esto tiene sentido en términos de control de costos (sin propietarios codiciosos que pongan rentas), pero también significa que el crecimiento es medido y predecible, aunque más lento de lo que le gustaría a Wall Street. Pero esto está bien para nosotros si significa que la probabilidad

En la oficina tenemos una pizarra en la que hemos enumerado los (muy pocos) modelos de inversión que funcionan y que podemos entender. Costco es el mejor ejemplo que podemos encontrar de uno de ellos: las eficiencias de escala compartidas. La mayoría de las empresas buscan eficiencias de escala, pero pocas las comparten. Es el compartir lo que hace que el modelo sea tan poderoso. Pero en el centro del modelo hay una paradoja: la empresa crece devolviendo más. A menudo preguntamos a las empresas qué harían con las ganancias inesperadas y la mayoría lo gasta en una u otra cosa, o devuelve el efectivo a los accionistas. Casi nadie responde devolvérselo a los clientes, ¿cómo le iría eso a Wall Street? Por eso es tan difícil competir con Costco. La empresa no está interesada en la evaluación estática del desempeño actual. Es administrar el negocio como para aumentar la probabilidad de éxito a largo plazo.

### Deconstruyendo el caso de inversión para Costco Wholesale

¿Qué tienen las acciones de crecimiento que las condena al fracaso? En otras palabras, ¿por qué la tasa de fracaso de las acciones de crecimiento de Michael Goldstein y nuestro rechazo a Dell normalmente son correctas? La respuesta es que el éxito fomenta la competencia y el capital fluye hacia una industria para competir con los rendimientos excedentes. Como todas las heurísticas, esto funciona la mayor parte del tiempo, y todos podemos pensar en negocios que fueron súper rentables durante un tiempo antes de que la competencia se popularizara. Pero, ¿qué pasa con los que no fallan? Michael Dell tuvo éxito manteniendo los costos bajos y devolviendo sus beneficios de escala al comprador de sus PC. Para cuando la competencia lo había igualado en precios, él había seguido adelante. Y así sucesivamente. (Quizás alguien podría deslizar esta carta a Carly Fiorina, presidenta y directora ejecutiva del buzón de sugerencias de Hewlett Packard). Amazon.com también puede estar siguiendo este camino. Entonces, el primer punto es que mientras Costco continúa reciclando los ahorros de costos para el consumidor, está reduciendo la probabilidad de fallas.

Entonces, ¿qué heurísticas aplican incorrectamente los inversores a Costco (¿por qué las acciones podrían tener un precio incorrecto?). Heurística Uno: "la empresa tiene márgenes bajos" (el margen de beneficio neto es del 1,7%, en comparación con Wal Mart en el 3,6% y Target en el 4,2%). Es cierto, pero ese es el punto. La empresa está aplazando las ganancias hoy para extender la vida útil de la franquicia. Por supuesto, Wall Street adoraría las ganancias hoy, pero esa es solo la obsesión de Wall Street con los resultados a corto plazo. Heurística dos: "es caro a 24 veces las ganancias". ¿En serio? El ingreso neto es un pequeño residuo, como se discutió anteriormente. La empresa podría obtener márgenes de Wal-Mart aumentando un poco los precios, en cuyo caso la empresa obtendría 11 veces las ganancias, pero ¿sería un mejor negocio como resultado? Creemos que no, si permitiera que la competencia se pusiera al día. Tres heurística: "Costco tiene un problema de costos". Los costos han aumentado como porcentaje de los ingresos en los últimos años debido al gasto de un sistema de almacenamiento y distribución asociado con la siguiente fase del crecimiento de la empresa y el costo de los beneficios y seguros para los empleados, especialmente en California. Esto ha engañado a personas que realmente no deberían serlo. En la reunión general anual de una empresa de inversión que admiramos enormemente, un cliente le preguntó al fundador de la empresa de inversión (y héroe de la industria) por qué su participación en Costco era solo el 1% del fondo, especialmente cuando tienen una reputación de concentración de cartera. . La respuesta dada fue que de los tres distritos electorales de la empresa (mano de obra, clientes y accionistas), los dos primeros habían sido ascendentes. Esto suena agradable y ordenado, pero el fenómeno es cíclico: los trabajadores están "felices" según Sinegal, fundador y CEO de Costco, las tiendas incrementales aprovecharán los costos fijos y, en la carta a los accionistas, Sinegal describe los costos como "inaceptables". En resumen, están al tanto. Nuestro héroe inversor se equivocó, en alrededor de U \$ 20 por acción hasta ahora, o una ganancia del 65%.



### Es perfecto

No. Pero eso sugiere una pregunta interesante: ¿Qué características se le podría otorgar a una empresa que la convertiría en la más valiosa del mundo? ¿Qué aspecto tendría? Una empresa de este tipo tendría un mercado enorme (tamaño de la oferta), altas barreras de entrada (ofreciendo longevidad) y niveles muy bajos de capital empleado (ofreciendo flujo de caja libre). Costco tiene algunos de estos atributos. La gama de productos es tan amplia como la de cualquier minorista, y eludir los ahorros está construyendo un foso formidable. También es más liviano que sus pares, pero no es el más liviano de todos. Para eso hay que recurrir a Internet. En nuestra opinión, un negocio como eBay podría ser el más valioso del mundo. Tiene un mercado enorme, el más grande, un mercado de subastas que se agrega naturalmente a un jugador, lo que ofrece una alta participación de mercado y altas barreras de entrada para el ganador. Los precios de los productos pueden estar respaldados por los periódicos locales titulares y las empresas editoriales que tienen maquinaria costosa para reemplazar y, por lo general, mano de obra sindicalizada, y pueden proporcionar un marco de precios para eBay. Mejor aún, eBay hace que el cliente pague una alta proporción de los activos utilizados en la transacción, como PC, módems, líneas telefónicas, etc. Pero lo mejor de todo es que los activos incrementales necesarios para crecer son muy pequeños. En Costco, la firma gastará alrededor de U \$ 15 millones por tienda incremental, lo que servirá en un radio de quizás treinta millas. U \$ 15 millones son muchos servidores para eBay, y aunque no somos expertos, eso puede ser suficiente para servir a algunos países. Entonces no, Costco no es perfecto. Quizás deberíamos tener eBay también.

### ¿Cuáles son los aspectos económicos de nuestra compra de acciones en Costco?

Los lectores que no disfruten sudar con las matemáticas pueden continuar en el siguiente párrafo. Aquellos a los que les gusta hacer ejercicio, sigan leyendo. El análisis del informe anual (lamentable falta de imágenes en color) revela que los ingresos de 47.200 millones de dólares estadounidenses (hasta agosto de 2004) representaron un margen del 12% sobre los "costos de comercialización" y dejaron lo suficiente para pagar los costos operativos (SG&A) del 9.8% de ventas (un tercio de los supermercados hi-lo). Por lo tanto, las ganancias de la venta al por menor rondan los U \$ 456 millones por año, a lo que se deben agregar las cuotas de membresía de U \$ 961 millones = U \$ 1,41 mil millones, antes de impuestos. Los impuestos se aproximan a la depreciación la mayoría de los años, por lo que los ingresos antes de impuestos equivalen al flujo de caja bruto antes de la inversión de mantenimiento, que en alrededor de U \$ 250 millones por año implica alrededor de U \$ 1,17 mil millones en flujo de caja libre como fuente de efectivo. Esto se compara con una base de activos fijos de bienes raíces propiedad de la empresa de U \$ 9,6 mil millones (valor depreciado U \$ 7,3 mil millones). El capital de trabajo está "financiado por el proveedor" y significa que el flujo de caja libre de U \$ 1.170 millones representa un rendimiento de alrededor del 12% sobre los activos fijos. Un argumento bajista es que si la propiedad inmobiliaria fuera arrendada, el flujo de caja libre sería nulo: esto parece correcto pero puede pasar por alto dos cosas: (1) Los alquileres proporcionan un rendimiento a sus propietarios, no solo el equilibrio del costo de capital y (2) La base de la tienda tiene ingresos insuficientes, quizás significativamente. La evidencia de esto es la siguiente: los ingresos por tienda en las tiendas más antiguas son el doble de las nuevas aperturas de este año, los ingresos por tienda en las tiendas más antiguas siguen aumentando entre un 3% y un 4% anual, los costos por tienda nueva se ven afectados por la baja capacidad de utilización de los almacenes, y la penetración en California es seis veces mayor que el promedio estatal de EE. UU. El crecimiento de las tiendas será de alrededor del 5% anual y la gerencia confiesa "siempre

subestimar la saturación": en Los Ángeles, después de la fusión con Price Club en 1993, pensaron que 31 tiendas eran demasiadas para el mercado, pero hoy hay 36. Asimismo, en Seattle y Alaska, la penetración de las tarjetas (membresía) es del 65% de los hogares (Dios mío), pero en la mayoría de los mercados está por debajo del 10%. Tenga en cuenta también que un tercio de la base de tiendas permanece en California y casi la mitad en la costa oeste. Esta es una franquicia muy joven. La mitad de la base de tiendas tiene más de diez años y obtiene el 65% de los ingresos mientras utiliza aproximadamente el 40% de la base de activos. Lo que esto significa es que las tiendas más antiguas ganan alrededor del 16,5% de los activos y las más jóvenes ganan un 6%. En otras palabras, hay un aumento aproximado del 50% en las ganancias agregadas a medida que madura la base de la tienda (4% de crecimiento anual), más un crecimiento de las ventas en la misma tienda en las tiendas maduras (aproximadamente 4% anual), lo que implica un crecimiento del 8%. antes de la apertura de nuevas tiendas, lo que agregará un 5%

52

a la base de la tienda y se puede financiar fácilmente a través del flujo de caja libre. Esto sugiere un crecimiento normalizado del 13%, y no creo que sea exagerado.

¿Cómo pensamos en la valoración? Existe una variedad de posibles resultados para el negocio, algunos son más probables que otros y, en nuestra opinión, tienen varias probabilidades asociadas. Lo que presentamos a continuación es nuestra evaluación del valor central para Costco, pero debe tener en cuenta que no es el único valor para Costco. Nuestro precio de compra promedio de U \$ 39 por acción (una combinación de U \$ 30 por acción cuando la Asociación era pequeña y U \$ 40 por acción luego de la reducción de la cola de suscripción de Nomad en el verano) descuenta un modesto crecimiento de 5 a 6% por año y es demasiado bajo para una empresa que se verá obligada a no aumentar las ganancias en un 10% anual. Un precio de U \$ 43 por acción descuenta un 7% de crecimiento y de U \$ 85 a U \$ 90 por acción un 15% de crecimiento. Existe una posibilidad muy real de que el precio de la empresa pueda tener un precio de descuento del crecimiento del 10%, lo que implicaría un precio de U \$ 62 por acción hoy (y ese precio debería aumentar en nuestra tasa de descuento del 10% anual). Si se necesitan cinco años para que las acciones converjan en un precio que descuenta un crecimiento del 10% anual, entonces las acciones tendrían que subir un 20% anual desde nuestro precio de compra promedio de U \$ 39 por acción.

Tal ganancia agregaría alrededor del 2% anual a los activos de la Asociación. Y es esto lo que me hace pensar que la ponderación en la cartera es demasiado pequeña. Si Dell es el modelo apropiado para Costco, entonces la probabilidad de falla es menor que para la mayoría de las acciones de crecimiento. Es más bajo de nuevo cuando se considera el crecimiento autofinanciado, en contraposición al crecimiento alquilado. Y bajar de nuevo cuando se considera la fijeza del margen. En mucha mayor medida que para muchas empresas, la empresa controla su propio destino. Entonces, lo que nos atrajo de Costco es la previsibilidad del resultado: no creemos que vaya a fallar en muchos años. Pero, ¿es óptima una ganancia anual del 2%? Si se aplica el criterio de Kelly (discutido en la última carta) la ponderación debería ser mucho mayor. Por lo tanto, es posible que su gerente haya cometido su primer error al invertir en Costco. Por no comprar lo suficiente. Quizás tenga la oportunidad de hacer las paces.

Por lo tanto, el consenso es que Costco es un minorista caro y de bajo margen con un problema de costos. Esa es ciertamente una descripción. A nuestro juicio, se trata de una máquina de movimiento perpetuo, con disciplina de costes, intelectualmente honesta, de alta integridad del producto y con un descuento sobre el valor. La ponderación en la Asociación

puede ser demasiado pequeña, pero aun así, dado que la descripción del negocio migra en la mente del inversor medio del primero al segundo, creo que lo haremos bastante bien.

### Un breve comentario sobre cómo pensar en los valores comerciales en lugar de los precios de las acciones

Pasamos por este proceso analítico con cada inversión y hemos expresado nuestros pensamientos sobre Costco aquí para ayudar a ilustrar que las cotizaciones transitorias del precio de las acciones significan poco para nosotros (excepto como un conjunto de oportunidades para capital incremental). Y deberían significar poco para ti. Ignora la actuación de Nomad hasta ahora. Somos propietarios de acciones por períodos de varios años y, por lo tanto, nuestro éxito continuo de inversiones tiene mucho más que ver con la economía de los negocios subyacentes que con la última cotización del precio de las acciones. En el último año o tres, las cotizaciones de los precios de las acciones han estado a nuestro favor y favorecen la opinión de su gerente. No siempre debe esperar que este sea el caso. No hay ninguna razón por la que los valores comerciales y los precios de las acciones deban ir de la mano. Debe esperar que llegue un momento en el que los precios y el rendimiento de Nomad se retrasen significativamente con respecto al rendimiento de nuestros negocios subyacentes. Es entonces cuando les pediremos que sean contrarios e inviertan más.

53

### ¿Qué tan grande es Nomad?

No hay forma de evitarlo, Nomad está vinculado a una organización de gestión de fondos trescientas veces su tamaño. Esto fue importante para la génesis de Nomad, y me pregunto si habría sobrevivido tanto tiempo si fuera realmente independiente. Pero también es un problema. Particularmente a la hora de recoger acciones. Esto se debe a que su gerente tiene dos funciones, la de analista de los fondos principales de Marathon y la de administrador de cartera de Nomad. El problema surge cuando un pedido de Nomad se suma a los de los fondos principales. Entonces Nomad, cuyo propio tamaño es pequeño, en efecto se comporta como si fuera un fondo de U \$ 30 mil millones (el total de activos bajo administración de Marathon). Esto no es ideal, pero es difícil idear un sistema que no suponga un peor resultado para una parte o la otra. Luchamos con un sistema satisfactorio, pero no debe hacerse ilusiones de que las devoluciones de Nomad, tal como son, son producto de su tamaño únicamente. Parecemos un ratón pero nos movemos como un elefante. No es una buena combinación, pero es lo que es.

### Gracias

No le escribimos con tanta frecuencia, según la cantidad de cartas por año. Pero la suma de las cartas que escribimos asciende a alrededor de diez por período de tenencia de acciones (dos cartas anuales multiplicadas por cinco años). En esta medida, podemos ser más comunicativos que muchos inversores que escriben con más frecuencia, pero aún negociamos con acciones con más frecuencia. Aun así, nos gusta el equilibrio tal como está, y dudamos en caer en el territorio de "decir algo". Somos muy conscientes de que los inversores de la Asociación nos han correspondido y nos han permitido continuar con nuestro trabajo de recorrer el mundo en busca de valor. Gracias.

En el lado de la administración, llame a Daiwa Securities Trust and Banking en Dublín con sus consultas (+353 1603 9921). Soy consciente de que ha habido problemas con la recepción puntual de estados de cuenta y cuentas. Estamos en ello. Presiónelos si no está completamente satisfecho. Ellos están aquí para ayudarlo y usted ha pagado por sus servicios. No seas tímido, no lo somos. Asimismo, Alexandra Aitken en esta oficina (+44 207 497 2211) está empleada para ayudar con consultas básicas de desempeño y declaraciones.

Como siempre, es un placer dirigir esta Asociación. Valoramos mucho su confianza en nosotros y le agradecemos su paciencia.

... Volviendo a los informes anuales.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

#### Apéndice

##### Introducción a Global Investment Review, septiembre de 2004.

*“... Esta es una superpotencia en la tendencia psicológica que causa errores: sesgo de la coherencia y la tendencia al compromiso, incluida la tendencia a evitar o resolver rápidamente la disonancia cognitiva. Incluye la tendencia auto-confirmatoria de todas las conclusiones, particularmente*

54

*expresó sus conclusiones, y con especial empeño en las conclusiones que cuesta ganar ”.*

Charles T. Munger, discurso en la Facultad de Derecho de Harvard, fecha estimada junio de 1995

No es raro que los patrocinadores del plan y otros clientes pidan a sus administradores de fondos que analicen sus últimas compras de acciones. Quizás la suposición sea que estas son las inversiones en las que el gestor es más optimista. Quizás sea una prueba de convicción. Quizás el cliente esté buscando una propina, ¿quién sabe? No importa qué tan buena sea la relación entre el administrador del fondo y el cliente, es inevitable que exista un sesgo al menos para defender y, en el peor de los casos, promover la decisión de compra. Todos hemos hecho esto hasta cierto punto. Solo es natural; el gerente ha tomado la decisión de invertir y está hablando con el cliente, ¿cómo no puede ser optimista? La promoción es una cosa, y todos podemos ajustarnos más o menos por sus efectos, décadas de visitas a empresas han perfeccionado esa habilidad en particular, pero ese no es el tema en cuestión. La cuestión es si, al tratar de convencer al cliente de los méritos del caso, el gerente se convence a sí mismo. Munger destaca el peligro en el siguiente pasaje:

*“Y, por supuesto, si hace una divulgación pública de sus conclusiones, se está golpeando la cabeza. Muchos de estos estudiantes que nos están gritando, no nos están convenciendo,*

*pero están formando cadenas mentales para ellos mismos, porque lo que están gritando, lo están golpeando. Y creo que las instituciones educativas que crean un clima donde también mucho de lo que pasa son... en un sentido fundamental, son instituciones irresponsables ”.*

Es por esta razón que en su forma más pura la función de ventas de una empresa administradora de fondos (cuya técnica básica es “gritar y golpear”) puede ser contraproducente. Y es por eso que los vendedores más exitosos (medidos por las comisiones ganadas a corto plazo) frecuentemente carecen de un pensamiento objetivo arraigado en la realidad, que es vital para un buen desempeño de la inversión a largo plazo. O bien las sociedades gestoras de fondos son sociedades de inversión o sociedades de marketing. No ambos. En Marathon creemos que entendemos este conflicto, pero incluso nosotros luchamos y no pretendemos maximizar ambas funciones. El hecho es que las ventas y el tamaño son los dos principales detractores del rendimiento a largo plazo, después de la incapacidad. Parafraseando al Sr. Buffett, si se encuentra con personas que sugieran lo contrario, nuestro consejo es vigilar sus narices, en busca de signos de crecimiento anormal.

Esto no quiere decir que los inversores no tengan derecho a interrogar a sus gerentes sobre la selección de acciones, ni mucho menos. Pero ambas partes deben ser conscientes de lo que están haciendo. Nuestro pensamiento es que los administradores de fondos deben tener absoluta convicción sobre la filosofía y metodología de sus principios de inversión, siempre que esos principios reflejen la realidad. Pero deben ser prudentes a la hora de expresar estos principios en lo que respecta a las acciones individuales. El evangelismo no es saludable. La razón es que, si bien los administradores de fondos tienen el poder de controlar su forma de pensar, no pueden controlar cómo se comportan sus empresas. Los negocios evolucionan, las empresas cometen errores, los gerentes comerciales cambian de opinión, los precios de las acciones se apartan de la realidad: el gerente de inversiones no puede controlar ninguno de estos factores, pero debe evaluar objetivamente cada uno de ellos para detectar el riesgo de un análisis incorrecto. El problema es: al revelar públicamente sus compromisos de selección de valores, ¿el administrador de inversiones, sutil y, sin duda, inconscientemente, se roba a sí mismo su objetividad y la opción de cambiar de opinión? Negar que esto tenga lugar parece una temeridad. La pregunta es, ¿cuántos reconocen el riesgo de disfuncionalidad y ajustan su comportamiento? Ciertamente, aquellos consultores y patrocinadores de planes que insisten en informes frecuentes, detallados y paso a paso pueden sorprenderse al saber que su solicitud aparentemente razonable corre el riesgo de ser contraproducente. Las reuniones de consultores, que presionan agresivamente la microeconomía de una empresa individual, parecen diseñadas para formar cadenas mentales que ni

lado necesita soportar. Pero, ¿dónde deja eso los informes mensuales, los informes trimestrales, los informes anuales e incluso esta publicación?

Los errores de gestión de fondos no son los únicos que resultan de una actividad de promoción excesiva. Los informes de clientes trimestrales, o incluso mensuales, marcan habitualmente el desempeño de la gestión de fondos en el mercado y estas instantáneas de resultados adquieren una validez adicional, simplemente en virtud de que se informan. En Marathon, un ciclo de mantenimiento completo puede exceder los 5 años, por lo que cualquier trimestre considerado individualmente podría ser pobre sin afectar los resultados a largo plazo. Para aquellos interesados en los resultados mensuales, habrá 60 puntos de datos de este tipo en un ciclo de tenencia completo. Estos puntos de datos, en manos de un comité de inversiones sin experiencia, podrían malinterpretarse o empeorar. Después de todo, la mayoría de los eventos de terminación de clientes de Marathon ocurrieron después, y no

antes, de un período de bajo rendimiento. Según Munger, es una tendencia psicológica común que las personas sobrepasen la evidencia vívida (o las experiencias recientes). Esto es claramente lo que puede suceder a través de los efectos de valoración de mercado de los informes trimestrales. La asociación “pavloviana” de malos resultados a corto plazo con incompetencia a largo plazo y confusión entre los dos puede conducir a decisiones desastrosas. Hoy en día, este riesgo es mayor que nunca porque, en relación con la historia, la coherencia del rendimiento de las inversiones es un atributo que se valora casi por encima de todos los demás en algunas partes de nuestra industria.

En un cóctel de Nueva York con profesionales de la inversión, este autor preguntó torpemente a un administrador de fondos cuál era su participación más grande. La respuesta de mi conocido fue negarse a responder por razones que este ensayo deja en claro. Su respuesta pareció grosera en un entorno social, al menos para este autor, pero después de haber pensado en los problemas durante aproximadamente un año, fue quizás la respuesta de mayor calidad que pudo haber dado. Ciertamente entendía la psicología elemental.













## Asociación de inversión nómada

### Carta interina

#### Por el período terminado el 30 de junio de 2005

Al 30 de junio de 2005	<u>Inversión nómada</u>	<u>MSCI todo el país</u> <u>Índice mundial</u> <u>(neto) US \$</u>
	<u>Camaradería</u>	
6 meses	+ 2,4%	-0,3%
Un año	+ 26,2%	+ 11,2%
Dos años	+ 78,1%	+ 38,3%
Tres años	+ 118,7%	+ 35,4%
Desde el inicio (Sept. 10 ° 2001)	+ 150,5%	+ 28,9%
Anualizado desde el inicio		
Antes de comisiones por desempeño	+ 27,1%	+ 6,9%
Después de las comisiones por desempeño	+ 22,6%	+ 6,9%

Las cifras anteriores se presentan de forma acumulada (para las acciones “A”, después de las comisiones de gestión y antes de las comisiones de rendimiento). A continuación, se presentan los mismos resultados en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, la tabla superior es la más útil para evaluar el rendimiento de la inversión a largo plazo (ver apéndice).

Al 30 de junio de 2005:	<u>Inversión nómada</u>	<u>MSCI todo el país</u> <u>Índice mundial</u> <u>(neto) US \$</u>
	<u>Camaradería</u>	
6 meses	+ 2,4%	-0,3%
2004	+ 22,1%	+ 15,2%
2003	+ 79,6%	+ 34,0%
2002	+ 1,3%	-19,3%
2001 (inicio 10 de septiembre ° 2001)	+ 10,1%	+ 3,9%

Cuando dijimos que esperamos enriquecernos lentamente, no teníamos en mente el primer semestre de 2005. Aun así, una ganancia del 2% está al menos en la dirección correcta y es un poco mejor que las alternativas representadas por los índices bursátiles globales. Pero lo que es más importante, el valor de las empresas en las que hemos invertido aumentó en más del 2% y pudimos sumarnos a algunas de las inversiones más baratas con el efecto de que, según nuestro análisis, la relación precio / valor de la Alianza disminuyó. desde los bajos setenta centavos por dólar al final del año, hasta los sesenta centavos superiores. Un análisis racional concluiría que somos dos veces más ricos, una vez por la ganancia en el precio de la Asociación hasta la fecha, y la segunda por el aumento en el valor de la Asociación en comparación con su precio.

Es una característica constante del panorama de inversiones que las personas aplauden las ganancias recientes cuando deberían pensar más en el futuro. Todos hacemos esto hasta cierto punto. A todos nos gustan las recompensas y nos gusta que nos asocien con el éxito. Y es difícil no sentirse atraído por la multitud. Una de nuestras caricaturas favoritas, llevada por Punch en la década de 1970 (y reproducida en el libro “Influence: The Psychology of Persuasion” de Robert Cialdini algunos años más tarde) lo demuestra.

Reproducido bajo licencia y con el amable permiso de Punch Cartoon Library.

Seguir lo que hacen los demás puede ser difícil de resistir, pero también es poco probable que se asocie con buenos resultados de inversión. Zak y yo nos concentramos en la relación precio / valor de la Asociación e ignoramos su desempeño tanto como sea práctico, y lo alentamos a que haga lo mismo. En nuestra opinión, debería estar más satisfecho con la

mejora en la relación precio / valor de la Asociación que con la ganancia en el precio de la Asociación este año. Eso es fácil de decir cuando los resultados han sido razonables. Pero se sentiría bastante diferente si la Asociación hubiera bajado de precio. Desafortunadamente, la naturaleza no siempre nos ayuda a pensar de manera racional. Los psicólogos (McClure, Laibson, Loewenstein y Cohen 2004) han descubierto que el cerebro percibe las recompensas inmediatas de manera diferente a las recompensas diferidas porque están involucradas dos partes diferentes del cerebro. Las ganancias inmediatas se perciben positivamente en comparación con las ganancias diferidas más grandes, ya que el sistema límbico (supervivencia) tiene la capacidad de anular el sistema frontoparietal (analítico). Curiosamente, el estrés induce esta anulación y, por supuesto, el dinero induce estrés. Por lo tanto, cuanto más estresados estamos, más valoramos los resultados a corto plazo. Esto no es sin razón, ya que si morir de hambre es una posibilidad real, una comida hoy es más importante que un festín dentro de una semana, y el cableado del cerebro refleja ese sesgo de supervivencia. Tales nociones están incrustadas en frases populares como "más vale pájaro en la mano que en la selva". Pero en Nomad intentamos ser más analíticos: son las dos aves en el monte lo que nos preocupa y cómo se comparan con el pájaro en la mano. En nuestra opinión, hoy en día, los pájaros en el monte son alrededor de un 47% (68c / 100c) más grandes que el pájaro en la mano. Esto se compara con solo alrededor del 37% (73c / 100c) más grande a fines del año pasado. La Asociación ha subido este año, pero puede ver que tampoco significa mucho en comparación con las ganancias diferidas. Lo importante es la relación precio-valor.

### Ventaja competitiva

Como joven (más o menos) hay algo un poco deprimente en pensar las cosas durante un tiempo, llegar a una conclusión un tanto razonada solo para descubrir que otros han estado allí antes, y años antes. En algunos aspectos, estamos cincuenta años detrás de Buffett, ¡pero eso está bien siempre que el inversor promedio esté al menos cincuenta y un años atrás! Estimaría que también estábamos un poco por detrás de Bill Miller, como lo demuestra su reciente discurso a los estudiantes de la Universidad de Columbia.

60

Business School en la que planteó la pregunta: ¿cuál es su ventaja competitiva al invertir? Fue la elegancia de la respuesta lo que nos atrapó. En términos generales, Bill Miller argumentó que hay tres ventajas competitivas en la inversión: informativa (conozco un hecho significativo que nadie más conoce); analítica (he cortado la información pública para llegar a una conclusión superior) y psicológica (es decir, conductual). Las ventajas competitivas sostenibles suelen ser producto de factores analíticos o psicológicos, y la ventaja abrumadora con respecto a Nomad es la paciencia de la base de inversores y la alineación de esa disposición con los rasgos analíticos y psicológicos de su gerente. Simplemente no funcionaría de otra manera. En la sección de objetivos de inversión del prospecto de Nomad, decimos que nuestro trabajo es “transferir la custodia [de su inversión] al precio correcto ya las personas adecuadas” y que “el enfoque requerirá paciencia”. Eso es invertir, al menos para nosotros. Pero déjeme volver al discurso por un momento.

*“Piense en cómo el futuro será diferente del pasado. La mayoría de la gente usa el direcciones y tendencias que están observando actualmente... Lo importante es que la mayoría de las cosas cambian. En proyecciones a más largo plazo, nos dice Peter Bernstein, ese cono de incertidumbre se ensancha a medida que pasa el tiempo. ¿Cuáles*

*son las posibilidades de que IBM esté en quiebra mañana por la mañana? Probablemente ninguno. ¿Un año por ahora? ¿Dentro de cinco años? ¿Qué tal dentro de cien años? El punto es que las posibilidades aumentan a medida que pasa el tiempo. Entonces, lo que está tratando de hacer como inversionista es explotar el hecho de que sucederán menos cosas de las que pueden suceder. Entonces, está tratando de averiguar cómo funciona esa distribución de probabilidad y permanecer en el medio de lo que sucederá. El mercado tiene que preocuparse por todas las cosas que pueden pasar ”.*

Repito: “*lo que estás intentando hacer como inversor es explotar el hecho de que sucederán menos cosas de las que pueden pasar*”. Eso es exactamente lo que estamos tratando de hacer. Pasamos una parte considerable de nuestras horas de vigilia pensando en cómo el comportamiento de la empresa puede hacer que el futuro sea más predecible y reducir el riesgo de inversión. La obsesión de Costco por compartir los beneficios de escala con el cliente hace que el futuro de esa empresa sea mucho más predecible y menos riesgoso que el negocio promedio y es por eso que es nuestra participación más grande. Nuestras participaciones más pequeñas son menos predecibles, pero en determinadas circunstancias podrían funcionar mucho mejor como inversiones. Simplemente no estamos seguros de que lo hagan, ya que su “*cono de incertidumbre*” tiene un radio mucho mayor que en Costco. Bill Miller llegó allí hace años. Estamos llegando hoy.

### La relación de robustez

A riesgo de aburrir un poco a algunos lectores, puede valer la pena completar el análisis de Costco aquí presentando el índice de robustez. (Los lectores ávidos reconocerán que esta relación se introdujo en una Revisión de inversión global, incluida en el apéndice de esta carta). El índice de robustez es un marco que utilizamos para ayudar a pensar en el tamaño del foso alrededor de una empresa. Es la cantidad de dinero que ahorra un cliente en comparación con la cantidad ganada por los accionistas. Esta relación es más apropiada para algunas empresas que para otras, el criterio principal es que la propuesta del cliente se basa en el precio, como existe en Costco, en contraposición a una compra reforzada con publicidad como las zapatillas Nike. En el informe anual de Berkshire Hathaway de este año, el presidente nos dice que los asegurados de Geico ahorraron mil millones de dólares en sus pólizas en comparación con la siguiente aerolínea más barata. También resulta que Geico también ganó alrededor de mil millones de dólares. Eso es un dólar de ahorro para los clientes y un dólar retenido para los accionistas. En Costco creemos que el ahorro del cliente es de alrededor de cinco dólares, en comparación con las compras en la mayoría de los supermercados, por cada dólar retenido por la empresa.

¿Y qué? Bueno, probablemente sea justo argumentar que cuanto mayor sea la proporción, más difícil será competir contra Costco de igual a igual. Además, una proporción más alta puede implicar una distribución algo desigual de las recompensas del sistema entre el cliente y el accionista que una proporción más baja. Aquí hay una tensión entre el tamaño del foso, por un lado, y la distribución de recompensas, por el otro. En los últimos años, el péndulo se ha inclinado a favor del cliente, con el resultado de que la acción es lo suficientemente barata como para ser vulnerable a una compra apalancada (completamente desapercibida por Wall Street, donde solo uno de cada cinco analistas califica la acción como una buy, lo que resuelve que las acciones son lo suficientemente baratas como para financiar una compra en primer lugar (las dos, por supuesto, están vinculadas). Esta es una gran fuente de riesgo para los accionistas actuales, ya que sacarlos a bajo precio equivale a un robo. Es así de serio y puede confiar en que

lo veremos de esa manera. Creemos que la junta lo entiende, y la forma de apostar es que el péndulo se inclinará hacia atrás a favor de los accionistas durante los próximos años. Mira a tu alrededor. ¿Cuántas empresas ahorran cinco dólares para sus clientes por cada dólar que se quedan?

No sucede en la industria de la inversión, donde se pueden cobrar tarifas independientemente del rendimiento; esa no es una gran proporción de robustez y no tiene en cuenta la asimetría de los riesgos involucrados. No puede perder dinero comprando en Costco, pero puede invertir. Esto argumentaría que los índices de robustez deben ser mucho más altos en la industria de la inversión que en las empresas normales para compensar los riesgos involucrados. Hasta cierto punto, hemos intentado explicar esta asimetría a través del obstáculo de rendimiento del seis por ciento de Nomad. No es perfecto, no hay ciencia detrás del número, aunque está destinado a representar un proxy generoso de las tasas de depósito. Y además de tener una tasa de obstáculos nos ayuda a dormir por la noche.

### Zimbabwe como ejemplo de un segundo modelo de inversión.

Hemos comenzado a realizar algunas inversiones en Zimbabwe y escribimos sobre los antecedentes de estas en una Revisión de inversión global reciente (también incluida en el apéndice). El caso de la inversión se basa en una subvaluación extrema en comparación con los valores normalizados, hasta el punto de que una espera de diez años para la normalización todavía arrojaría resultados maravillosos. No tiene mucho sentido hablar de las acciones que podemos comprar o que estamos comprando (es probable que Costco sea una rara excepción en este sentido), pero puedo ilustrar el caso de inversión describiendo a Zimcem. Este es el mayor productor de cemento del país (después de la división local de Pretoria Portland Cement), con alrededor de 700.000 toneladas de capacidad de cemento y un costo de reposición de alrededor de U \$ 70 a U \$ 100 millones. La empresa no tiene deudas y las condiciones comerciales son pésimas (la inflación general supera la inflación del precio del cemento y la demanda de productos es baja), pero la empresa cotiza en la bolsa de valores de Harare a una septuagésima parte ( $\frac{1}{70}$ !) De su costo de reposición.

¿Por qué es esto relevante? Hasta ahora, solo hemos discutido un modelo que usamos para elegir buenas inversiones que llamamos "eficiencias de escala compartidas" como lo demuestra Costco (y en menor medida Amazon.com). Tenemos poco más que un puñado de modelos de inversión distintos, que se superponen hasta cierto punto, y Zimcem es un buen ejemplo de un segundo modelo, a saber, "gran descuento en el costo de reemplazo con poder de fijación de precios latente". De hecho, estos dos modelos combinados se pueden utilizar para describir alrededor del 45% de los activos totales de la Asociación. Fue este modelo el que condujo a muchas inversiones durante la crisis asiática (como Siam Cement, que se ha multiplicado por veinte desde el punto más bajo en ocho años) y en la vecina Sudáfrica, donde se podía comprar Pretoria Portland Cement a un precio de U \$ 20 por tonelada de capacidad en 1998 y ahora está valorada en 180 dólares EE.UU. por tonelada. El modelo se basa en la observación de que la empresa necesita reemplazar sus activos y requerirá precios que 1. financien el gasto de capital y 2. justifiquen económicamente el gasto. O eso, o Zimbabwe tendrá que prescindir de cemento o importar desde el extranjero (complicado para este país sin litoral). En cualquier caso, siempre que el capital discrecional no sea

invertido para exacerbar la situación, el lado de la oferta permanece mudo (el gasto de capital de la industria es cero) y el negocio no está nacionalizado, entonces las acciones deberían funcionar bien, a tiempo.



Este último punto, junto con otros eventos de confiscación, no tiene una probabilidad cero y es la principal razón por la que nuestras inversiones en el país serán de tamaño modesto. Incluso si pudiéramos asegurar todas las acciones que deseamos (lo que parecemos incapaces de hacer), es poco probable que la inversión total sea mucho más que un pequeño porcentaje de la Asociación al costo. No existe una razón a priori por la que las empresas de Zimbabwe no deban comerciar con un sobreprecio al costo de reemplazo. Un poco más allá de la frontera norte, la empresa cementera dominante de Zambia ahora se valora con una prima sobre el costo de reposición tras la recuperación de la economía tras años de mala gestión. En Zimbabwe, esto puede requerir un " *cambio de régimen* ", o incluso cambios de régimen. Quizás el caso de la inversión se base en que su gerente es cincuenta años más joven que Bob Mugabe.

### El precio de las acciones en Zimbabwe

El tipo de cambio oficial en el momento de redactar este artículo es de Z \$ 9.100 por U \$ 1. La tarifa de venta al público no oficial es de alrededor de Z \$ 17.000 por dólar estadounidense. En otras palabras, el Banco Central valora su propia moneda a más del doble del precio fijado por el público, con el efecto de que el dinero que ingresa al país a través del Banco Central compra aproximadamente la mitad que al precio de venta al público. Afortunadamente, existe una alternativa al Banco Central para los inversores extranjeros, que consiste en comprar acciones de Old Mutual en Johannesburgo, volver a registrar las mismas acciones en Harare y luego vender las acciones en Harare. Esto lo hemos hecho. Pero crea un problema en la valoración de nuestras acciones de Zimbabwe, ya que Bloomberg, Reuters y las otras fuentes principales de precios de las divisas utilizan información del Banco Central. En otras palabras, si confiáramos únicamente en el tipo de cambio oficial, nuestras inversiones mostrarían inmediatamente una ganancia del 86%. Esta ganancia es completamente ilusoria. Si revirtiéramos el proceso volviendo a registrar las acciones en Johannesburgo y vendiendo nuestras acciones allí, las ganancias se aproximarían al dinero que pusimos primero (menos los costos de fricción y cualquier cambio en el precio de las acciones de Old Mutual). La única forma en que podríamos darnos cuenta de la ganancia del 86% sería presentar nuestros dólares Zim al Banco Central y pedir dólares estadounidenses a una tasa de Z \$ 9.100. Y estaríamos esperando a Godot. Casi no se realizan transacciones en el Banco Central y se da prioridad a los requisitos comerciales y de capital de trabajo, no a las carteras de inversión extranjera. Entonces, podríamos intentarlo, pero no creo que sea prudente valorar la cartera sobre la base de una cálida respuesta del Banco Central de Zimbabwe. Entonces, nuestra solución ha sido valorar las inversiones de Zimbabwe al tipo de cambio implícito en el precio de las acciones de Old Mutual en Harare dividido por el precio de exactamente la misma acción en Johannesburgo (tenga en cuenta que las acciones son fungibles en ambas direcciones). El efecto es aproximar el tipo de cambio de la calle y eliminar la ganancia contable artificial implícita en el tipo de cambio oficial y, con suerte, la peor de las distorsiones de precios debería minimizarse como resultado. Esta es una solución algo inusual, pero creo que es justa, y los auditores, la junta y los administradores han decidido estar de acuerdo con mi metodología. Sin embargo, sírvase llamar si no todo está claro.

“ *Cualquier año en el que no destruyas una de tus ideas más queridas es probablemente un año perdido* ”, Charles T. Munger.

En enero de este año, la ciudad comercial de Carlisle (ubicada entre el distrito inglés de los lagos y la frontera con Escocia y, por cierto, hogar de la familia política de su gerente) se inundó cuando el río Eden se desbordó. Partes del centro de la ciudad estaban bajo muchos pies de agua y los residentes se mostraron en la televisión nacional siendo evacuados de los tejados por

helicóptero. A medida que el agua retrocedía, la ciudad volvió lentamente a la normalidad, aunque el daño siguió siendo extenso e incluyó el sistema de semáforos en Hardwicke Circus, un cruce de siete carreteras controladas por una serie de semáforos repartidos por las carreteras que se acercan y una rotonda central. Aunque las luces quedaron fuera de uso, las autoridades abrieron las carreteras y confiaron en que los vecinos manejaran con cuidado. Poco después, los conductores empezaron a sospechar que el tráfico fluía mejor por el complejo cruce sin semáforos que antes, y en marzo de este año el Ayuntamiento inició una prueba en la que se taparon los semáforos y los conductores se marcharon para seguir adelante. Lo que encontraron confirmó las sospechas del público, la velocidad del tráfico a través de la intersección de hecho había aumentado y, mejor aún, parecía que la cantidad de accidentes en realidad también pudo haber disminuido. Lo que encontraron fue completamente contrario a la sabiduría aceptada en la planificación del consejo, que la rotonda era más rápida y también podría ser más segura sin los semáforos. Ayn Rand reconocería lo que estaba sucediendo, al igual que los miembros del Instituto Santa Fe (que recientemente publicó un estudio titulado “*Cómo las personas aprenden a turnarse: emergencia de cooperación alterna en un juego de congestión y el dilema del prisionero*”). El punto es que, a menudo, si uno elimina las reglas y, en cambio, pide a las personas que piensen por sí mismas, el sistema funciona mejor.

Criticamos a los fondos de cobertura por sus escalas de tarifas y plazos de inversión cortos, pero tienen razón cuando se trata de reglas de inversión y ciertas regulaciones. La gestión de inversiones tradicional puede verse fuertemente cargada por la burocracia, el cumplimiento y corrompida por la conveniencia del marketing. Estas fuerzas comerciales pueden funcionar a expensas del proceso de inversión, y el truco para cualquier empresa de inversión en crecimiento es no quitarle la vida al equipo de inversión engrapándolo al equivalente burocrático del Departamento de Agricultura de EE. UU. Pensamos en nosotros mismos como razonablemente emprendedores, pero incluso nosotros sufrimos hasta cierto punto por este cambio cultural. La solución no es difícil de conseguir. Lo que se requiere es que la gente se comporte de tal manera que, en palabras de Charlie Munger, se construya “*una red fluida de confianza merecida*”. La palabra operativa es “*merecida*”. El problema es que las reglas no requieren que la gente piense, y ¿cómo va a merecer la gente confianza si primero no piensa? Las espirales degenerativas de comportamiento no generan buenos resultados (o rotondas rápidas), pero ahí es hacia donde se dirige la industria, y es un destino que todos haremos bien en evitar.

Tratamos de no ser demasiado duros y rápidos con las reglas. En cartas anteriores hemos citado a HO Hirt, fundador de Erie Indemnity, y sería una pena no volver a hacerlo. Hirt publicó el siguiente aviso al personal:

### **“*REGLAS*”**

***Son para BEBÉS, INCOMPETENTES,  
CRIMINALES ENCARCELADOS y imbeciles***

***-NINGUNO de QUIEN debe tener un lugar en el***

***FAMILIA ERIE ”.***

Aun así, algunas reglas terminan fallando en las horas extraordinarias y deben ser vistas con gran sospecha. Una fue que un precio bajo de las acciones era mejor que un precio alto de las acciones, en igualdad de condiciones, lo que resultó imprudente cuando la baja capitalización de mercado socavó la posición de negociación de los accionistas en la recapitalización de Conseco

hace unos años. Este año tendremos que descartar otro sesgo muy arraigado: que una alta propiedad interna es algo bueno. Esto tampoco siempre es útil, como están descubriendo los accionistas de Northwest Airlines. En este caso, los sindicatos parecen razonar que la dirección (que es el grupo más grande de accionistas) no se arriesgará a llevar a la empresa a la quiebra y espera el último dólar en las negociaciones. Curiosamente aquí, la alta propiedad interna está obstaculizando el proceso que

64

conducir a una aerolínea más viable. ¿Quién hubiera pensado que un precio bajo de las acciones y una propiedad interna alta podrían ser bajistas? Pero pueden. Me pregunto qué otras " *ideas más queridas* " tendremos que repensar en los próximos años.

### Gracias

No le escribimos con tanta frecuencia, según la cantidad de cartas por año. Pero la suma de las cartas que escribimos asciende a alrededor de diez por período de tenencia de acciones (dos cartas anuales multiplicadas por cinco años). En esta medida, podemos ser más comunicativos que muchos inversores que escriben con más frecuencia, pero aún negociamos con acciones con más frecuencia. Aun así, nos gusta el equilibrio tal como está, y dudamos en caer en territorio de decir algo. Somos muy conscientes de que los inversores de la Asociación nos han correspondido y nos han permitido continuar con nuestro trabajo de recorrer el mundo en busca de valor. Gracias.

Hasta la fecha hemos adjuntado una copia del calendario de inversiones con nuestras cartas. Esto no es necesariamente en interés de los socios. Hay poderosas razones psicológicas para no hacerlo asociadas con la tendencia al compromiso y la coherencia (tratadas en cartas anteriores), y luego está el problema de que otros se apoyan en las ideas. Esto no es tanto un problema hoy como a pocos les importa lo que hacemos y la Alianza es pequeña, pero podría convertirse en un problema si la Alianza crece. Solo la otra semana recibí una solicitud de un fondo de cobertura con sede en Londres (con reputación de apostar a corto plazo) para otra copia de nuestra Revisión de inversión global. ¡Piense en eso! No sabíamos que tenían una copia y, casualmente, estaban pidiendo otra. ¿Qué van a hacer con la información? Si los socios desean hacer circular nuestro cronograma de inversiones a otros, deben comprender que sus acciones son contrarias a sus (y nuestros) intereses económicos en Nomad. No se puede decir lo mismo de aquellos que no están invertidos. Entonces, si usted es un Socio, encontrará una copia del programa de inversiones adjunto a esta carta, y le pedimos que use esa información con prudencia.

En el lado de la administración, llame a Daiwa Securities Trust and Banking en Dublín con sus consultas (+353 1603 9921). El informe anual y las cuentas de Nomad de 2004 se enviaron por correo a los accionistas en mayo, considerablemente antes que el año pasado. También soy consciente de que ha habido problemas con la recepción puntual de los estados de cuenta. Estamos en ello y regañamos a Daiwa constantemente. Presiónelos si no está completamente satisfecho. Ellos están aquí para ayudarlo y usted ha pagado por sus servicios. No seas tímido, no lo somos. Asimismo, Alexandra Aitken en esta oficina (+44 207 497 2211) está empleada para ayudar a los socios con consultas básicas de desempeño y declaraciones.

Como siempre, es un tónico ejecutar esta Asociación. Valoramos mucho su confianza en nosotros y le agradecemos su paciencia.

... Volver a los informes anuales de la empresa.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

En este artículo, utilizamos el término "Socios" como un término genérico que se refiere a todos los inversores Nomad, ya sean accionistas del fondo subordinado o socios limitados de la Asociación y no, en

sesenta y cinco

el sentido estricto y legal de la palabra, para implicar la creación de una sociedad entre los accionistas en el fondo alimentador, Nomad y / o Marathon Asset Management.

#### Apéndice 1

“Midiendo el Foso”. Global Investment Review, mayo de 2005.

La frase "foso comercial" a menudo se usa con bandas cuando se habla de la fuerza absoluta o comparativa de una franquicia. Que hay empresas con posiciones defendibles es de pocas dudas; pero lo que a menudo carecen de estas discusiones es cualquier método empírico por el cual el tamaño del foso o la longevidad puedan medirse, compararse o monitorearse a lo largo del tiempo. Además, los inversores en acciones (especialmente aquellos que, por sus pecados, han sido etiquetados como inversores de crecimiento) se enfrentan a una tarea importante, a saber, ¿cómo se puede reconocer la creación de un foso empresarial mucho antes de que su valor se descuenta en el mercado de valores? Al leer el Informe anual de 2005 de Berkshire Hathaway, un párrafo se destacó para nosotros, ya que Warren Buffett se refirió de pasada a la división de ahorro de costos operativos y de suscripción en la aseguradora de automóviles GEICO. Estos "beneficios" se dividieron entre accionistas, asegurados y empleados, y las estadísticas se detallaron con cierto detalle. Este simple desglose tocó la fibra sensible de nuestro análisis continuo de Costco, una participación significativa de Marathon en los Estados Unidos. Lo que se está volviendo más claro en nuestras mentes es que se puede medir empíricamente la solidez de una franquicia comercial a través de un análisis de este tipo de la división de beneficios, lo que hemos llegado a llamar su "índice de robustez".

Primero, un breve resumen de los comentarios de Buffett con respecto a GEICO.

*“De hecho, GEICO ofrece a todos sus componentes importantes beneficios: en 2004, sus clientes ahorraron aproximadamente mil millones de dólares en comparación con lo que hubieran pagado de otra manera por la cobertura, sus asociados obtuvieron un bono de participación en las ganancias de 191 millones de dólares que promedió el 24,3% del salario, y su propietario, que somos nosotros, disfrutó de excelentes rendimientos financieros”.*

Fuente: Berkshire Hathaway, Informe anual de 2005

Estos rendimientos financieros, medidos en términos de una ganancia de suscripción, estuvieron cerca de US \$ 1 mil millones antes de impuestos el año pasado, pero esto excluye los rendimientos de inversión obtenidos en los US \$ 5-6 mil millones de flotación generada por GEICO durante todo el año (sobre los cuales podemos quere asignar subjetivamente una rentabilidad del 5%). Estos beneficios, por supuesto, solo se acumulan para los tres grupos como resultado de la escala (si se supone que la habilidad de suscripción puede desarrollarse o adquirirse). Esto nos permite construir un gráfico circular (Figura 1) que representa cómo se comparten estas economías de escala. El índice de robustez, definido como la distribución combinada a clientes y empleados (a través de una participación en las ganancias o similar) dividido por la distribución a los accionistas, es en el caso de GEICO de aproximadamente 1: 1.

Figura 1: GEICO: una justa división del botín



Fuente: Marathon

Esta imagen, por supuesto, representa una instantánea; Igual de importante es cómo se desarrolla esta división de beneficios a lo largo del tiempo, un tema que abordaremos más adelante. Rastreado a Costco, podemos construir un gráfico circular similar usando los siguientes hechos y cifras. En promedio, un tarjetahabiente de Costco (a diferencia de un hogar; en promedio, cada hogar tiene 2 tarjetas) gasta US \$ 1,100 por año en la tienda. Costco gasta US \$ 980 al costo para suministrar estos bienes que, si se asume un poder adquisitivo similar y una canasta comparable, costaría US \$ 1300 en un supermercado de la competencia como Kroger o US \$ 1250 en Wal-Mart (márgenes brutos del 26% y 23% respectivamente, en comparación con 11% en Costco). Ahora bien, estas comparaciones no son tan sencillas, ya que los miembros de Costco deben "pagar para jugar", que actualmente tiene un promedio de USD 23 por titular de la tarjeta, y esta tarifa anual es fija independientemente de lo que gaste el titular de la tarjeta (esto implica que la distribución de los ahorros de los clientes no se produce ni siquiera entre los miembros de la membresía base, una influencia fascinante en el comportamiento del cliente y en sí misma digna de análisis). Pero podemos estimar que, en promedio, un tarjetahabiente de Costco ahorra en algún lugar en la región de US \$ 175 por año comprando en Costco a cambio de una inversión de tarifa anual de US \$ 23, o una ganancia neta en la región de US \$ 150 por tarjeta habiente por año.

Ahora nos dirigimos a los empleados. A partir de reuniones de administración recientes, hemos obtenido cierta claridad sobre la diferencia entre las escalas de salarios / beneficios de Costco y las disponibles de los competidores (esta diferencia es el equivalente funcional del bono relacionado con las ganancias de GEICO). Si asumimos que el 70% de los gastos de venta, generales y administrativos de Costco se compone de salarios / beneficios y que las escalas de salarios / beneficios de Costco son un 55% más altas que la competencia, entonces Costco, en cierto sentido, "paga de más" a sus empleados por una suma de US \$ 1.100 millones. por año, o US \$ 26 por tarjetahabiente por año. Finalmente, accionistas. En Wall Street, ha existido la sospecha de que el retorno a los accionistas ha sido un "residuo" después de que se haya atendido bien a los clientes y empleados. Y a US \$ 32 por tarjetahabiente antes de impuestos, o el 15% del pastel distribuable, la participación de los accionistas no está en la misma liga que en GEICO. En cualquier caso, el gráfico circular de Costco (Figura 2) se parece a esto, y su relación de robustez es del orden de 5: 1.

Figura 2: La felicidad es ... ser cliente de Costco.

Accionistas

Empleados

Clientes

Fuente: Marathon

Si bien la opinión estándar de Wall Street es que tal imagen es el equivalente minorista del colectivismo, en nuestra opinión, representa un foso increíblemente ancho e inexpugnable. Si bien "inexpugnable" puede parecer una afirmación audaz, un análisis de la divulgación limitada de las finanzas en Sam's Club sugiere que el tamaño de la distribución a los clientes de Costco es tan grande que cualquier intento de igualar sus precios le costaría a Sam's en algún lugar de la región de 1.400 millones de dólares anuales, mientras que igualar las escalas salariales de Costco les haría retroceder otros 750 millones de dólares. Estas cifras no son insignificantes incluso para Wal-Mart, que el año pasado obtuvo ganancias netas de 9.000 millones de dólares. Este abismo de competitividad es, por supuesto, difícil de capturar utilizando herramientas analíticas tradicionales. Después de todo, tanto Costco como Sam's Club generan pequeños márgenes de beneficio, ambos generan ingresos en aumento y ambos ejercen una enorme presión sobre los supermercados tradicionales y los clubes mayoristas más pequeños. Pero parece inevitable que el resultado a largo plazo para los dos negocios sea significativamente diferente, particularmente si se mide por el crecimiento de los *ingresos por unidad de espacio de venta* a largo plazo. Y el modelo comercial de Costco dicta que esta brecha competitiva debería expandirse con el tiempo, ya que una caída en la intensidad relativa de los activos de Costco y el aumento del poder adquisitivo conducirán a mayores eficiencias de escala, que a su vez se devuelven al cliente en forma de precios más bajos. Juego terminado.

Habiendo llegado a una conclusión tan sólida, deberíamos ofrecer una advertencia. Tanto Costco y GEICO tienen fuertes culturas corporativas, incrustados en el que es el pensamiento de inspiración que la división racional (y equitativo?) De los beneficios es la única manera apropiada para asegurar que estas empresas se *creciendo* en fuerza a medida que crecen en tamaño. Y aunque el deslizamiento cultural en GEICO es difícil de imaginar, cortesía de su lugar en el museo corporativo de Berkshire Hathaway, puede que no ocurra lo mismo en Costco. Un resultado desagradable de este aparente desprecio por los rendimientos de los accionistas es que el precio de las acciones de Costco se mantiene prácticamente sin cambios en los niveles alcanzados hace seis años. Y Wall Street, a decir de todos, no está contento. Incluso una cultura construida durante cuarenta años no es inmune a esta presión y el equipo de alta gerencia de Costco está comenzando a sentir la presión. Hay indicios de que la compañía está manipulando suavemente la división de beneficios a favor de los accionistas, en parte para satisfacer a los adictos a las EPS trimestrales, pero también en reconocimiento de que un Costco rico en activos representa un objetivo atractivo para los compradores de capital privado. Los accionistas a largo plazo deberían ver este deslizamiento como algo preocupante e innecesario. En nuestra opinión, la respuesta correcta a una hambruna de precios de acciones de seis años es que la empresa utilice su balance general para recomprar acciones a los precios vigentes y permitir el crecimiento a largo plazo del flujo de caja libre por acción (una función ineludible de márgenes, disminución de la intensidad de los activos, ingresos crecientes y una base cada vez menor de acciones en circulación) para traducirse en un precio de las acciones más alto a lo largo del tiempo. El argumento para permitir que el índice de robustez se desvíe suavemente ignora el impacto en las generaciones futuras de gerentes a quienes se les habrá presentado un precedente para ajustar el modelo cuando sea conveniente. No pretendemos sermonear a los gerentes notables de Costco sobre cuál debería ser el índice de robustez apropiado, solo que cualquier cambio en la división de beneficios debe realizarse por razones puramente competitivas y no impulsado por un deseo de complacer a los inversores.

No quisiéramos que los lectores salieran con la opinión de que los índices de robustez son una fórmula mágica numérica para medir fosos. Claramente no lo son. Existen numerosas razones por las que las proporciones 5: 1 de Costco y 1: 1 de GEICO pueden ser barreras

igualmente poderosas para la competencia y por qué una proporción aún más fina que la de GEICO puede ser perfectamente suficiente para repeler a los merodeadores competitivos. Además, las proporciones de caída no son necesariamente una señal de que los fosos se encogen, solo que los fosos no se están haciendo tan anchos como deberían. Donde la solidez entra en juego es en la identificación de empresas, como Costco, que pueden tener bajos ingresos en comparación con su potencial. Esto genera oportunidades de inversión a largo plazo para aquellos que estén dispuestos a mirar más allá de las ganancias reportadas.

68

Al principio del desarrollo de una empresa, tiene sentido recompensar a los clientes de manera desproporcionada, ya que las referencias de los clientes y la repetición de negocios son tan esenciales para el desarrollo de una franquicia valiosa. Con la madurez, este sesgo puede reducirse y los accionistas pueden razonablemente tomar una porción mayor del pastel. Demasiado, sin embargo, y el foso se drena con consecuencias negativas para la longevidad. Las tentaciones son enormes porque los mercados de capitales recompensarán las ganancias. Hay muchos ejemplos de empresas que "cosechan" en exceso, cuando quizás deberían centrarse en la longevidad. Esto puede haber sido lo que sucedió en Coca Cola, que se ha apoyado excesivamente en los embotelladores, o Gillette donde se ha reducido la publicidad, o incluso en Home Depot, que ha aumentado los márgenes brutos en los últimos años. Los accionistas suelen sufrir un doble golpe cuando las empresas de alta calificación entran en el "purgatorio del crecimiento", porque el crecimiento se ralentiza justo en el momento en que los accionistas detectan su análisis erróneo de la rentabilidad declarada.

## Apéndice 2

"Zimbabue". Global Investment Review, febrero de 2005.

*"Para eso están los hermanos, hermano".*

Gil Scott-Heron, "Small Talk at 125<sup>th</sup> and Lenox"

Algunos comentaristas creen que la situación actual de los mercados de valores es ahora más peligrosa que la burbuja de finales de los noventa. Luego, al menos, estaba la anti-burbuja formada por compañías baratas de bajo crecimiento. Hoy en día, no existe una simetría de tipo Zen en los precios de las acciones; y hay pocos focos obvios de infravaloración para los contrarios. Un aplauso para Zimbabwe. Los clientes lo odiarán. El cumplimiento lo odiará. Los consultores lo odiarán. El marketing lo odiará. El tamaño de la oportunidad de inversión es pequeño. No forma parte del índice de referencia. Ni siquiera es parte de la Commonwealth. Es perfecto.

No es que esté exactamente libre de riesgos. No es "arriesgado" en un error de seguimiento, índice relativo, cotización transitoria del precio de las acciones, sentido de informes trimestrales. El riesgo real viene en forma de un sueño somnoliento, rápido para sonreír, querer seguir adelante con la gente, la apatía que invade a la población. Las páginas financieras del periódico Daily Mirror de Harare continúan publicando los tipos de cambio del marco alemán, el franco francés, la peseta española y la lira italiana. Es de suponer que la tarea diaria de alguien es tomar un número y multiplicarlo por otro con el fin de completar la tabla de divisas del día siguiente. Nadie se ha dado cuenta de que las monedas ya no existen. Este no es un buen precedente para la reforma. Tampoco lo era el titular del



periódico que decía: "Los funcionarios toman las líneas de teléfonos celulares". Primero, está la imposibilidad física del acto; uno podría, en teoría, tomar una línea fija, pero ¿una línea telefónica inalámbrica? En segundo lugar, el problema es que pocas personas en Zimbabwe parecen políticamente activas, y mucho menos enojadas. El editorial no estaba enojado. Y si nadie está enojado, ¿cuál es la posibilidad de que la ocupación del hotel Meikles supere su actual 30%, excepto durante la gira ocasional del equipo de cricket inglés, que fue controvertida en Inglaterra pero ignorada localmente?

La empresa más valiosa del país, medida por el precio de las acciones negociadas en la bolsa de valores, tiene un valor de U \$ 150 millones al tipo de cambio oficial y U \$ 100 millones al no oficial. Eso es menos de una décima parte del pago de dividendos trimestrales de ExxonMobil Corporation. La relación precio-beneficio de las acciones que constituyen el índice es inferior a tres. La mayoría de las empresas industriales se valoran por debajo del costo de reposición de sus activos, no es que nadie esté reemplazando activos. Y eso es optimista. La subsidiaria de cemento Lafarge sin engranajes tiene un mercado

69

capitalización de U \$ 2,5M. Existe cierta dificultad para evaluar con precisión el tamaño de la capacidad de la planta, pero teniendo en cuenta que el costo de reemplazo de una planta de cemento es de alrededor de US \$ 120 millones por tonelada, no necesitamos ser demasiado precisos.

Zimbabwe no es un buen anuncio para el capitalismo negro. Pero tampoco es un buen anuncio para el capitalismo blanco. La ocupación de granjas propiedad de blancos parece motivada por motivos raciales, pero tenga en cuenta que también ha sido seguida por la intimidación de los banqueros negros. Zimbabwe puede describirse como un estado fascista, en negación. No solo no es alentador, sino que tampoco es sostenible. Destruir el sector agrícola porque está controlado por los blancos es una estupidez hasta el punto del mal, cuando la agricultura representa el 65% de la economía. Son los negros pobres los que se verán más afectados. El paralelo más cercano puede ser el de Indonesia, donde la población minoritaria china controla una gran parte de la economía. Esa no es necesariamente una parte desproporcionada de la economía, como a uno le gusta pensar que se la ganó. Pero el caso es que la mayoría residente a la minoría rica, negra o blanca, y los políticos se alimentan de la desconfianza cuando sus propias políticas han fracasado.

Pero a diferencia de Indonesia, no hubo un auge que preceda a la caída. Zimbabwe nunca ha sido una economía de tigre. Este busto es político, no económico. No se basa en una inversión excesiva, un endeudamiento excesivo o un entusiasmo excesivo. Pero eso significa que casi no hay deudas incobrables en la economía. Una visita a Barclays Zimbabwe, que cotiza en bolsa, reveló deudas incobrables al 4% del libro de préstamos. Entonces, no se necesita una recapitalización aquí, no hay una situación de incumplimiento en Argentina. Una razón es que los granjeros blancos desposeídos han reembolsado sus hipotecas y préstamos de capital de trabajo para hacerse con el título de propiedad de sus tierras. En la mayoría de los casos, el gobierno no ha comprado obligatoriamente sus fincas, aunque el gobierno lo ha intentado. La mayoría de las granjas han sido ocupadas por turbas cuyo interés ha sido saquear, no producir. Un granjero con el que hablamos tenía veinticuatro horas para recoger sus pertenencias y arreglar sus asuntos antes de la ocupación. Luego, los saqueadores saquearon, se llevaron las 2.000 cabezas de ganado al mercado en las aldeas cercanas y aparentemente se deleitaron con el ganado que no se vendía. Sin embargo, el equipo agrícola quedó intacto. No hay mercado para el kit con pocas salidas productivas para su uso a nivel nacional, por lo que se deja inactivo, esperando el regreso de su propietario. Mientras tanto, la granja permanece en barbecho, el equipo está almacenado, a la economía se le niegan sus exportaciones y la moneda

cae en espiral hacia abajo para reflejar el nuevo valor del país. Cuando y si el régimen cambia, algunos agricultores regresarán, armados con sus certificados de título y reclamarán su propiedad, tal como lo han hecho los chinos en Indonesia y los alemanes occidentales en Alemania Oriental. Meikles Financial Services, una operación de crédito minorista, reclama deudas incobrables de solo el 1% de las cuentas por cobrar. Su libro de préstamos se presta a quienes se quedan en Zimbabwe. Con deudas tan bajas, la economía podría recuperarse rápidamente cuando vuelva la confianza. Pero, ¿qué se puede hacer con la apatía?

A principios de la década de 1970, el poeta y músico afroamericano Gil Scott-Heron era un hombre enojado. A diferencia de sus compañeros activistas, no solo estaba enojado con el establecimiento blanco, también estaba enojado con la falta de sinceridad de sus compañeros negros: especialmente "aquellos que se juntaban en las esquinas de las calles de Harlem con una actitud de 'más negros que tú'" que sentía que todos los demás les debían la vida. Ésta es la actitud de la clase política en Zimbabwe. Estos son los "saqueadores" de Ayn Rand. A diferencia de algunos de sus compañeros activistas, Scott-Heron quería que sus compañeros negros tuvieran integridad, fueran sinceros y fueran capitalistas. Zimbabwe podría hacer con algunos Scott-Herons en este momento. Quizás la letra de la canción "Brother" de Scott-Heron podría introducirse en el buzón de sugerencias de Robert Mugabe.

70

*"Nos ocupamos de demasiados externos, hermano  
Siempre afros, apretones de manos y dashikis*

*Nunca un hombre puede construir una estructura funcional para el  
capitalismo negro,*

*El hombre siempre se recupera de un conocido.  
Creo que sé demasiado bien para ustedes, aspirantes a revolucionarios negros.*

*De pie en una caja, en la esquina, hablando de volar al chico blanco, pero eso  
no es lo que pasa todavía, hermano.*

*... Necesitas organizar tus bancos de memoria, hermano. Muéstrale a ese  
hombre al que llamas tío Tom dónde está equivocado. Muéstrale a esa mujer  
que eres un hombre negro sincero.*

*Todo lo que tenemos que hacer es verte callar y ser negro Ayuda  
¡esa mujer!  
¡Ayuda a ese hombre!  
Para eso están los hermanos, hermano "*

### Asociación de inversión nómada

#### Carta anual

#### Por el período terminado el 31 de diciembre de 2005

Al 31 de diciembre de 2005	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI Índice (neto) US \$</u>
	<u>Camaradería</u>	
Un año	+ 9,2%	+ 9,5%
Dos años	+33,3	+25,6
Tres años	+139.5	+67,2
Cuatro años	+142.6	+33,9
Desde el inicio (Sept. 10 ° 2001)	+167.2	+38,8
Anualizado desde el inicio		
Antes de comisiones por	+ 25,6%	+ 7,9%

desempeño  
Después de las comisiones  
por desempeño + 21,4%

Las cifras anteriores se presentan sobre una base acumulativa (para las acciones "A", después de considerar los honorarios de gestión y el costo de funcionamiento de la Sociedad (auditores, administración, custodia, etc.) pero antes de los honorarios de desempeño. Presentamos los resultados de esta manera como las comisiones de rendimiento se obtienen una vez que los rendimientos superan el 6% compuesto por año desde el momento de la suscripción y, por lo tanto, los rendimientos netos pueden variar de un inversor a otro). También se presenta un gran índice global para colocar los resultados de la Alianza en contexto, y el inicio se refiere a los precios de apertura el día 10. Al dorso, los mismos resultados se presentan en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, la tabla anterior es la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo (consulte el apéndice).

	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice</u> <u>(neto) US \$</u>
Al 31 de diciembre de 2005:		
Seis meses	+ 6,8%	+ 10,3%
2005	+9,2	+9,5
2004	+22,1	+14,7
2003	+79,6	+33,1
2002	+1,3	-19,9
2001 (inicio 10 de septiembre ° 2001)	+10,1	+3,6

2005 fue el quinto año calendario de operación de la Alianza y desde su inicio hemos convertido U \$ 1 en U \$ 2,67 antes de comisiones por desempeño y aproximadamente U \$ 2,30 después de comisiones, en comparación con una ganancia de alrededor de U \$ 0,39 para la acción promedio de un dólar durante el mismo período. . Es estéticamente molesto tener un rendimiento inferior al de un índice bursátil global amplio en una cantidad insignificante como lo hicimos el año pasado (si va a tener un rendimiento inferior, ¡hágalo correctamente!), Pero dada la concentración y la composición ecléctica de nuestra Asociación (diez las acciones representan alrededor del 70% de la Asociación, con operaciones desde Seattle a Harare y de Huddersfield a Manila) es quizás un poco anómalo que debamos estar cerca del índice, con sus 1.801 acciones grandes. De hecho, según un gurú de las matemáticas de un gran banco de inversión, la posibilidad de que los resultados de la Asociación fueran tan cercanos al índice como el año pasado, dada la disparidad de las tenencias, era única en la vida útil (aproximadamente un año de cada setenta). Haga de esa estadística lo que quiera, pero aun así ahora estamos a una distancia corta de triplicar el dólar original en nuestros primeros cinco años. Compare esto con el pobre Bill Ruane que lanzó su Sequoia

¡Ingrese directamente al mercado ingenioso de dos niveles de principios de la década de 1970, con el efecto de que al final de su quinto año, los rendimientos acumulados eran cercanos a cero! ¿Se imagina un fondo así sobreviviendo en el mundo actual de inversiones orientadas a los negocios? Para que no haya confusión: no somos más hábiles que Bill Ruane.

Nuestro punto de partida ha sido más afortunado.

En nuestra opinión, ha habido dos períodos destacados para realizar inversiones en los últimos diez años: Asia, después de la crisis asiática, y durante la crisis de los bonos basura de EE. UU. Que siguió inmediatamente al lanzamiento de la Asociación. Por lo tanto, entramos directamente en un conjunto de súper oportunidades y nuestros resultados lo reflejan. Sin embargo, hoy en día no hay mucha angustia (con la excepción de Zimbabwe) y es improbable que continúe acumulándose al 25% anual, sin la cantidad requerida de angustia para los inversores necesaria para crear buenos precios. Como hemos dicho en cartas anteriores “ *ninguna extrapolación de resultados, por favor: esa es solo una receta para que todos se enojen* ”.

En mayo de 2004, retiramos parte de la cola que estaba esperando para invertir en Nomad y, desde entonces, la Asociación ha ganado alrededor del 35%, en comparación con una ganancia de alrededor del 25% para la mayoría de las acciones. Cuando miramos hacia atrás en las inversiones que hicimos, había, en la práctica, un límite muy alto para la cantidad de dinero que podríamos haber invertido y aún mantener el desempeño. Se podrían haber invertido varios cientos de millones de dólares en Costco (EE. UU.), New World Developments (Hong Kong), Amazon.com (EE. UU.), Telewest (Reino Unido) y Liberty Media (Europa y Japón). Pero como cada idea surgió de una en una, con un desfase intermedio, nos resistimos a abrir la Asociación por el bien de una nueva idea. Nos equivocamos por el lado del rendimiento de la inversión en lugar de maximizar el tamaño del fondo. Sé que no es así como piensa y se comporta la industria, pero en Nomad consideramos que nuestro trabajo consiste en dirigir una sociedad de inversión primero y una empresa comercial en segundo lugar. Lo que plantea un problema interesante: si hubiéramos abierto Nomad, atravesado toda la cola e invertido bien el capital, en cinco años Nomad tendría un tamaño de miles de millones de dólares. Digamos que luego descubrimos que el conjunto de oportunidades era pequeño: ¿podríamos devolver el dinero?

Existe una diferencia entre el rendimiento de la inversión medido como un porcentaje de ganancia y los resultados medidos en dólares. Doblar cien dólares mediante la selección de acciones no equivale económicamente a una ganancia del diez por ciento sobre mil dólares, aunque las ganancias en dólares son las mismas. Es por esta razón que los resultados de inversión se presentan correctamente en términos porcentuales, sin embargo, en algunos aspectos esto es solo la mitad de la ecuación, ya que duplicar mil millones de dólares es claramente un mejor resultado que duplicar cien dólares. El ingrediente clave para evaluar el caso de aceptar más fondos debe ser que los nuevos dólares incrementales no inhiban el desempeño en términos porcentuales para los primeros dólares. De esa manera, el autobús siempre funciona a toda velocidad con el número de pasajeros optimizado para mantener la velocidad máxima. La industria elude este punto y, en cambio, habla de rendimiento relativo, ya que las presiones comerciales fomentan un rendimiento menor en grupos mucho mayores que un mejor rendimiento en grupos más pequeños. ¡Es como si la industria aspirara a operar el equivalente al autobús de pasajeros de Calcuta, tan agobiado con pasajeros que pagan amontonados en el techo que todo lo que puede lograr es moverse, de manera insegura, en el carril lento!

Pero démosle la vuelta a la proposición: la estructura intrínsecamente de bajo costo del negocio de inversión, tan a menudo utilizada para obtener ganancias supernormales para los propietarios de negocios, permitiría en cambio una reducción del grupo de inversión con el propósito de proteger los retornos de la inversión. No creo que muchos gerentes lo hayan pensado de esta manera, la mayoría en la industria se ha tomado en serio

La instrucción de Winston Churchill de "*seguir jodiendo*". Esperan que los retornos decrecientes pasen desapercibidos y, además, argumentan, quién sabe qué tan rápido iría el autobús si dejaran bajar a algunos pasajeros. Pero lo que estamos preguntando es, en la práctica, ¿cómo se sentiría si le devolviéramos capital por motivos de inversión? En Nomad esperamos que nunca lleguemos a eso, pero es posible. Y es importante que todos comprendamos una hoja de ruta que permita una contracción antes de que crezcamos la Asociación. Y para agregar otra capa de complejidad, ¿cómo se sentiría si cambiamos de opinión en algún momento posterior si el conjunto de oportunidades mejorara notablemente y pudiéramos aceptar más dinero? Esto plantea la interesante noción de que si le devolviéramos capital, ¿Zak y yo tendríamos alguna responsabilidad moral por los fondos divididos? Creo que podríamos. En otras palabras, a medida que Nomad maximiza los resultados de inversión y se contrae con el conjunto de oportunidades, ¿cómo podemos reflejar esta realidad en la estructura de nuestra Asociación? Nos sorprende que la mayoría de las empresas de inversión guarden silencio sobre un tema tan obvio y de sentido común, pero tal es la ofuscación de la industria de hechos incómodos que estos temas no se discuten. Aun así, nuestra capacidad para expandirnos y contraernos será una herramienta importante en algún momento de los próximos veinte años. Lo garantizo. Y parece una tontería partir sin él. Valoraría mucho sus pensamientos sobre esto.

### Más sobre el conflicto principal / agente

Lo que estoy describiendo es un aspecto del conflicto del agente principal, es decir, los intereses de usted, los principales, son diferentes de los nuestros, su gerente, el agente. Hay dos formas de abordar esta situación: 1. maximizar el conflicto con el fin de maximizar los ingresos de los agentes a corto plazo (práctica estándar de la industria), o 2. comenzar a minimizar la diferencia comportándose y pensando como directores. Zak y yo hemos seguido el segundo camino. Sé que somos agentes en virtud de la tarifa de desempeño de Nomad y tal vez esa sea la suerte de los jóvenes con hipotecas y familias. Pero no creo que sea nuestra disposición natural. Llega un momento en que la carga turbo es contraproducente y llegará el día en que podremos renunciar a la tarifa de rendimiento. Antes de que empieces a frotarte las manos, no está a la vuelta de la esquina, no, de verdad, ¡no lo está! ¡Pero lo mencionamos por escrito ahora para que, con suerte, nos lo recuerde en los años venideros y nos haga rendir cuentas! Nuestra motivación es hacer un buen trabajo. Si hacemos eso, las hipotecas se resolverán solas.

Lo que me lleva al tema de la tarifa de rendimiento existente. Los inversores con ojos de águila no habrán fracasado, pero notaron la diferencia de casi 200 puntos básicos entre el rendimiento bruto y neto de este año, lo que refleja la comisión de rendimiento ganada. Estamos en esta posición porque el rendimiento de todos los inversores supera el 6% anual compuesto. Pero dado el desempeño histórico, ese puede ser el caso durante mucho tiempo. De hecho, estamos tan por delante del obstáculo que si la Asociación ahora obtuviera tasas de retorno de libreta de ahorros, digamos 5% anual, continuaríamos "ganando" tarifas de desempeño del 20% (1% de los activos) durante treinta años, es decir, hasta que el obstáculo alcance los resultados reales. Durante esos treinta años, que me ayudarían a jubilarme, no habríamos agregado ningún valor a las tasas del mercado monetario que puede ganar usted mismo, pero aún así nos hubieran pagado una "comisión de rendimiento". Solo estamos en esta posición porque lo hemos hecho muy bien, y se podría argumentar que contractualmente nos hemos ganado el derecho a fuerza de desempeño, ¡pero mire los conflictos!

Dados los incentivos, deberíamos comprar bonos del Tesoro y, para mantenernos alerta, debería retirar correctamente su inversión y reinvertir de inmediato para restablecer la línea base. Esa no

es la relación que queremos. Ahora, no vamos a comprar bonos del tesoro (al menos no por esa razón), o acciones que parezcan bonos del tesoro para el caso (¡revise a sus otros gerentes para saberlo!) Y para su gran crédito, nadie ha intentado engañar al sistema. mediante la retirada y la reinversión,

74

y nos mortificaríamos si lo hicieras. Y dada la forma en que parecen pensar y comportarse tanto los inversores como su gerente, puedo ser culpable de solucionar un problema que no existe. Pero aun así, y a riesgo de un enfoque de cinturón y aparatos ortopédicos, me gustaría proponer que a partir de este año se modifique la tarifa de rendimiento para que la marca de agua alta también se componga al 6% anual, y le escribiré en breve para solicitar la aprobación de esa enmienda al prospecto. De esa manera, cada año nuevo tiene un obstáculo del 6% y la devolución hipotética de la libreta de ahorros no se recompensa. Nadie ha criticado el statu quo. No estamos bajo presión para cambiar nada. Pero simplemente no quiero ganar una “comisión por rendimiento” si los rendimientos futuros son inferiores al 6% cada año, no es de eso que se trata, ¡y quiero poder afeitarme tranquilamente por la mañana!

### Revisión de la ventaja comparativa

Es un fenómeno psicológico interesante observar que si nuestros resultados anuales fueran reordenados, podríamos sentirnos de manera diferente acerca de ellos. Por ejemplo, coloque los resultados en orden descendente (+ 80%, + 22%, + 10%, + 9%, + 1%) y uno se deprime por la disminución; colóquelos en orden ascendente (+1% ... + 80%), y tendemos a pensar en ellos de manera más favorable, aunque el resultado final (el destino) sea idéntico. El éxito reciente se siente mejor que el éxito distante, ya que el cerebro percibe las recompensas recientes de manera más vívida. Los psicólogos llaman a esto la “heurística de la disponibilidad” y es este fenómeno el que ha vendido miles de fondos mutuos mediocres que parecen, momentáneamente, ¡tener pulso! Pero esa no es la forma de invertir. Los resultados anuales rebotarán por todas partes, y para Nomad más que los fondos más diversificados. ¿Pero eso importa si el destino es seguro? De hecho, si pudiéramos convertir U \$ 1 en U \$ 16, ¿importa si se necesitan 18 años o 22 años? Hay una diferencia en la tasa de apreciación compuesta anual (más del 3% anual, y no quiero tomarlo a la ligera), pero asegurar el destino también es importante.

Y asegurar el destino es mucho más difícil si intenta batir el índice en incrementos anuales al mismo tiempo. Nassim Nicholas Taleb (autor de “Fooled by Randomness”) publicó un artículo interesante (gratuito, en Internet) que también vinculaba la secuencia en la que se producían los rendimientos con la forma en que hacían sentir a los inversores. Argumentó que los inversores a menudo aceptan el riesgo de una gran pérdida ocasional a cambio de una pequeña ganancia constante, ya que la recurrencia de las ganancias los hacía sentir mejor. Esto ocurrió incluso cuando una estrategia opuesta, de pequeñas pérdidas constantes seguidas de una gran ganancia, generó resultados finales superiores. Viajar cómodamente domina el pensamiento de las personas cuando deberían estar pensando en destinos.

A nuestra manera de pensar la pregunta es, ¿qué buenos hábitos y técnicas aseguran que el destino sea seguro (incluso si el viaje es accidentado), y que se realizarán U \$ 16? Esto se reduce a la sostenibilidad de la ventaja comparativa de un inversor. En la última carta comentamos las ventajas comparativas que puede tener un inversor. Para recordar, “*hay tres ventajas competitivas en la inversión: informativa (conozco un hecho significativo que nadie más conoce); analítica (he cortado la información pública para llegar a una conclusión superior) y psicológica (es decir, conductual)*”. Concluimos que las ventajas perdurables son principalmente psicológicas. En esta carta pensé que podría describir algunas de las causas

psicológicas más grandes y comunes de errores de juicio de los inversores, y aplicarlas a algunas de nuestras inversiones.

### Prueba social / Psicología de grupo.

Todos sabemos que las decisiones sociales pueden ser subóptimas, pero aun así, así es como se toman la mayoría de las decisiones. En la última carta reproducimos uno de nuestros dibujos animados favoritos de Punch y no

75

disculpas por hacerlo de nuevo aquí.

Reproducido bajo licencia y con el amable permiso de Punch Cartoon Library.

Mire al ángel en el último cuadro: piense en ella como una metáfora de la industria de la gestión de inversiones. Nos sentamos en la cima de la pirámide capitalista, cobrando nuestro alquiler de



las capas inferiores, y deberíamos pensar de manera diferente a la multitud. Debemos comportarnos con cierta integridad. Pero, ¿qué está haciendo el ángel? Stanley Milgram realizó un experimento muy similar a la caricatura de Punch y descubrió que a medida que aumentaba el tamaño de la multitud, también aumentaba la proporción de transeúntes que se detenían y miraban hacia arriba. No he visto el estudio, pero apuesto a que la relación no era lineal, sino que tenía estas funciones de paso. Nadie se detiene si solo hay un tipo parado allí, pero tal vez un grupo de tres haga que algunos transeúntes miren hacia arriba, y para cuando sea un grupo grande, casi todos se detendrán: así es como funciona en los mercados. Sea testigo de las oleadas de sobreinversión masiva, como las que se produjeron en la industria cementera tailandesa a mediados de la década de 1990, y en las empresas de tecnología y telecomunicaciones de Estados Unidos a fines de la década de 1990. Nos parece que una vez que una empresa comienza a construir, todas lo hacen por temor a perderse algo. Una vez que Siam Cement había construido toda la capacidad que Tailandia podía necesitar, no había necesidad de que Siam City Cement se uniera. Y mucho menos TPI Polene. Pero todos se volvieron locos. Combine la prueba social con la envidia y los incentivos financieros disponibles en el mercado de valores y esa es una receta para un error considerable.

### Disponibilidad

Una segunda fuente de error de juicio es la disponibilidad, o la tendencia a sobrestimar la evidencia vívida o la evidencia que se obtiene fácilmente. Hablamos de esto un poco más arriba en relación con el desempeño anual. Todos hacemos esto hasta cierto punto, ya que la tendencia es concentrarnos en la tarea que tenemos entre manos y perdernos el panorama general. Mirar a tu alrededor es la habilidad más importante, y es en gran parte innata, aunque el profesor John Stilgoe de Harvard está tratando de enseñarla y recientemente escribió un libro interesante titulado "Outside Lies Magic". En los mercados, los inversores tienden a aferrarse a lo que se puede medir, ayudados por los contables y, en cierta medida, por su propia pereza. Pero existe una gran cantidad de información en los elementos que los contadores registran como gastos, como publicidad, marketing e investigación y desarrollo, o en elementos que los auditores ignoran por completo, como la integridad del producto, los ciclos de vida del producto, la participación de mercado y el carácter de la gestión (esta no es una lista exhaustiva). !).

76

### Pensamiento basado en probabilidades

En tercer lugar, se encuentra la incapacidad de realizar un pensamiento basado en probabilidades. En una de las charlas de Charlie Munger, afirma: *"La forma correcta de pensar es la forma en que Zeckhauser juega al bridge, es así de simple"*. Bueno, para un joven de Londres, esa es una declaración muy exasperante, ya que me tomó alrededor de un año localizar a Richard Zeckhauser. Fue campeón mundial de bridge en el 66 y, entre otras cosas, ahora dirige un brillante curso de Behavioural Finance en la Kennedy School of Government de Harvard. Entonces, ¿cómo juega al bridge? Piensa a través de árboles de decisión y atribuye probabilidades a las distintas ramas. Y a medida que cambien los hechos, cambie las probabilidades. Y cuando se sienta cómodo lidiando con las probabilidades y la vasta extensión de oportunidades, como los mercados mundiales de acciones y bonos, no tiene que ser demasiado conservador con sus apuestas.

Pero la gente no piensa con claridad cuando se enfrenta a árboles de probabilidad. Tomemos el siguiente ejemplo, una persona de cada mil padece una enfermedad en particular. La prueba para esa enfermedad tiene una precisión del 99%. ¿Cuál es la probabilidad de que su amigo, que

dio positivo en la prueba de la enfermedad, realmente tenga la enfermedad? La respuesta es una entre once. Sin embargo, muchas personas piensan erróneamente que la respuesta es uno en cien (pista para los confusos: uno en cien es la precisión de la prueba). Como las pruebas no son tan precisas como parecen y muchos médicos calculan mal las probabilidades de enfermedad, el Consejo Médico General (del Reino Unido) exige que los médicos realicen dos pruebas para detectar enfermedades terribles como el VIH. Comprender el valor de una empresa implica evaluar los resultados probables dado el comportamiento de la administración y las fuerzas competitivas y sopesar los resultados probables en una valoración. Por lo tanto, la incapacidad de organizar los resultados en probabilidades es un error considerable que provoca sesgos en los procesos de toma de decisiones de los inversores y está detrás de muchas valoraciones erróneas.

### Paciencia

Finalmente, la paciencia o la falta de ella. Al comienzo de la asamblea general anual de la Berkshire Hathaway Company muestran un video en el que se le pregunta a Buffett cuál es la principal diferencia entre y él mismo el inversor medio, y él responde “ *paciencia* ”. Hay tan poco de eso en estos días: ¿alguien ha oído hablar de hacerse rico lentamente? Jack Bogle, fundador de Vanguard Group, afirma que el período de tenencia de acciones se ha reducido a 10 meses y que el fondo mutuo promedio se mantiene durante 2 años. ¿De que va todo eso? Y este comportamiento retroalimenta la forma en que los gerentes informan a sus clientes, en la medida en que los informes trimestrales rayan en un trastorno obsesivo compulsivo. ¿Y cómo llegamos a este estado de cosas?

Creo que el problema es que dos agentes, el administrador del fondo y su cliente inmediato, intentan obtener algo de valor agregado en la mente de sus clientes, y eso crea estas consecuencias contraproducentes. Pocas personas creen honestamente que esta es la forma correcta de comportarse, pero creen que eso es lo que los demás esperan de ellos, por lo que se establece una espiral de comportamiento disfuncional. ¡Nunca obtendría este nivel de informes sin sentido si fuera de director a principal! ¿Y quién tiene la culpa? Me pongo del lado de las instituciones de inversión. Estas son organizaciones en gran parte ricas y deben comportarse con integridad, no ceder ante solicitudes disfuncionales. Y es tan innecesario: como inversores poseemos el único capital permanente en la estructura de capital de una empresa, todo lo demás en la empresa: administración, activos, directorio, empleados, puede cambiar pero, en ausencia de la quiebra, ¡nuestro capital seguirá ahí! Los inversores institucionales nunca han conciliado realmente su capacidad para negociar a diario con la permanencia de las acciones. ¿Son a corto o largo plazo?

### Un ejemplo trabajado de disfuncionalidad institucional actual

Nuestros rendimientos durante los próximos veinte años se obtendrán, en parte, como consecuencia de las fallas de las instituciones que dominan los mercados. La buena noticia es que estas empresas están repletas de reglas internas y contradicciones necesarias para que funcionen como negocios, pero que fomentan los errores psicológicos mencionados anteriormente que comprometen el rendimiento de las inversiones. Tomemos un favorito institucional, la liquidez (la cantidad de acciones de una empresa que cotizan en el mercado de valores, lo que es crucial, generalmente se mide en un período corto de tiempo). El deseo institucional es tener una alta liquidez, al parecer, para reducir la probabilidad de quedar atrapado en una acción de bajo rendimiento, y nos atrevemos a decir, tener que explicar eso

a los clientes y sus agentes (¡otra huelga para el conflicto del agente principal)! Estar en las acciones equivocadas me parece un error analítico, no un error de liquidez (si es que existe tal cosa) y ocultar errores analíticos mediante la venta de acciones, en mi opinión, raya en el fraude. Pero aun así, la cuestión es que las instituciones pueden vender empresas con poca liquidez porque tienen poca liquidez y sin importar el precio, y eso crea oportunidades para los menos limitados. Tomemos, por ejemplo, una de nuestras participaciones, Matchon Pcl, un periódico tailandés que describimos en la primera carta de Nomad a los socios de la siguiente manera:

*“ No leemos tailandés y nos confiamos a nuestros amigos tailandeses que el contenido editorial es pro-*

*reforma, y ciertamente tiene un estilo sensacionalista lo que lo diferencia del periódico más grande de Tailandia (Thai Rat), que es más "la vieja Tailandia". Matchon probablemente no sea el Washington Post, pero de todos modos es un cuestionamiento saludable ”.*

Tal vez un poco demasiado " *cuestionamiento saludable* ", ya que, en septiembre del año pasado, la empresa fue objeto de un intento de adquisición respaldado, según se informa, el primer ministro tailandés, ¡que había sido criticado regularmente en las páginas de Matchon! La oferta fue financiada con deuda y orquestada a través de otra empresa de medios locales que estaba haciendo la oferta. En las semanas previas al intento de adquisición, se nos acercaron otros accionistas importantes y nos preguntaron si queríamos vender nuestras acciones en un bloque con las suyas a la parte licitante. Nos sorprendió un poco la inversión de roles, ya que uno podría esperar que la parte licitadora hiciera el discurso, no los demás accionistas, ¡y además el precio parecía bajo!

¿Qué podrían estar pensando estas otras instituciones? No había habido ningún error analítico, a todos nos había ido bastante bien con nuestras participaciones en Matchon y, sin embargo, como las acciones se habían vuelto cada vez menos líquidas (en parte porque todos éramos dueños de gran parte de la empresa), uno de nuestros compañeros accionistas nos confesó que era una presión empresarial para vender, y por eso nos habían llamado. Solo mire los errores psicológicos que estas instituciones pueden estar cometiendo, su pensamiento parecería ser el siguiente: la acción ha subido de precio, por lo que está bien vender (evidencia vívida), nuestros pares quieren vender (prueba social), por lo tanto debe estar bien para que nosotros también vendamos (psicología de grupo), hay una razón comercial para vender (conflicto con el agente principal), las acciones no son líquidas (evidencia vívida), no queremos quedarnos estancados en una participación sin líquido (impaciencia, más conflicto del agente principal y pensamiento pobre basado en la probabilidad: ¡las acciones de alto precio rara vez son ilíquidas!).

Según nuestra forma de pensar, es poco probable que las personas con información privilegiada en el mercado que compren con apalancamiento proporcionen la oferta más alta por nuestras acciones, ¡y declinamos alegando que la economía de la compra nos parecía buena! Pero todos los demás vendieron, excepto que parece que Nomad, el fundador de la empresa, supuestamente el primer ministro tailandés y sus asociados, y otros miembros de la dirección. Tras la salida institucional, la empresa ha iniciado un importante programa de recompra de acciones, quizás no sea bueno para la liquidez, pero el programa de recompra implica una combinación saludable de

valor por acción para el resto de propietarios. El tiempo dirá si estas instituciones de inversión hicieron bien en vender pero, si resultan serlo, será por la razón equivocada: no tomaron una decisión de inversión, vendieron porque era comercialmente conveniente, y eso puede ser nuestro Gran ventaja.

### Nuestro trabajo para el próximo período

Somos muy conscientes del destino (U \$ 16 después de veinte años) y aumentar la probabilidad de llegar al destino implica comprender los errores psicológicos mencionados anteriormente y pensar en términos evolutivos para estar por delante de la multitud. Si la gente aprende y la economía se adapta, uno esperaría que con el tiempo las anomalías de precios disminuyan. ¡Podrías haber pensado que la gente se daría cuenta! Pero también es cierto que algunos de los errores de comportamiento enumerados anteriormente son tan antiguos como las estrellas y eran tan válidos cuando Graham escribió la primera edición de Security Analysis en 1934 como lo son hoy. De hecho, es muy posible, en nuestra opinión, que el mundo actual de las inversiones orientadas a los negocios esté conduciendo a una ampliación del conflicto del agente principal y esto pueda aumentar los errores psicológicos que cometen los inversores. Si es así, el conjunto de oportunidades debería estar aumentando. Esto puede ser una conjetura de nuestra parte, pero parece que es así como avanza la industria. ¿Conoce algún fondo de cobertura que posea acciones a largo plazo? ¿Quiere tener acciones sin liquidez? ¿Eso no aumenta el precio? ¡Y nos dicen que estos chicos son el futuro! En esencia, estamos tratando de ser personas de buen juicio y hacer cosas inteligentes con el dinero y esto requiere que nuestras selecciones de acciones sean contrarias. Este enfoque nos ha sido de gran utilidad en los primeros cinco años. Pero lo consideramos solo un comienzo, y si vamos a convertir U \$ 1 en U \$ 16 en 20 años, lo cual sería impresionante, entonces sentarse justo por debajo de U \$ 3, como lo hacemos hoy, no es mucho de lo que alardear. Aún queda mucho por hacer.

Matichon es una de las seis inversiones de Nomad que se han licitado en los últimos dieciocho meses. Por número que es una cuarta parte de la cartera. Y aunque la mayoría de estos han fracasado (Brierley y Matichon), están pendientes (Telewest) o siguen siendo algo inconclusos (Thornton's y Holcim Filipinas, que está en disputa en el tribunal superior), es probable que haya algún reciclaje de inversiones en el próximo período. y permanecemos atentos a las acciones que otros desprecian. Recientemente se nos *dijo* que tenemos una cartera de " *te lo dije* " (acciones que otros estarán deseando señalar su idiotez) y eso lo resume bastante bien. La tarea que tenemos entre manos es encontrar más acciones de " *todo el mundo sabe que es una mala idea* " .

### Gracias

Se adjunta a esta carta la transcripción de un discurso que pronuncié recientemente, que relaciona algunas de las trampas psicológicas mencionadas anteriormente con nuestra experiencia de invertir en Asia (más castigo para los curiosos). También he adjuntado una copia de Nomad Letters to Partners desde su inicio. Eso es muchísima lectura. No se preocupe, no habrá una prueba, pero tener todo en un solo lugar suele ser útil, especialmente porque a menudo nos referimos a cartas anteriores.

No se equivoque sobre el papel que desempeña en el éxito que pueda tener la Asociación. Estamos simplemente encantados de que nos haya dejado seguir conduciendo el autobús (no siempre con éxito) sin pasajeros ruidosos. Estamos siguiendo el camino menos transitado tanto en la selección de valores como en la gobernanza de la asociación y somos conscientes de que eso requiere un poco de esfuerzo de su parte para mantener el rumbo con nosotros. Como tal, no somos un viaje fácil, pero respetamos el esfuerzo que dedicas y te

prometo que no tomaremos tu confianza en nosotros a la ligera. Gracias. El destino valdrá la pena.

79

A Zak y a mí nos encanta dirigir la Asociación. La verdad sea dicha, ¡quizás demasiado! En nuestra opinión, es lo que debería ser invertir.

La pila de informes anuales ahora amenaza los niveles de luz en nuestra oficina, y la temporada de la reunión general anual aguarda ...

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

Marathon Counsel escribe: En esta carta, usamos el término "Socios" como un término genérico que se refiere a todos los inversionistas Nomad, ya sean accionistas del fondo alimentador o socios limitados de la Asociación y no, en el sentido estricto y legal de la palabra, para implicar la creación de una sociedad entre los accionistas del fondo subordinado, Nomad y / o Marathon Asset Management.

Discurso a la junta del fondo de inversión para las fundaciones, por invitación de Mike Costa y David Salem, Septiembre 26 °2005, la ciudad de Nueva York.

**"Entonces, ¿cómo juega Zeckhauser al bridge?"**

En su escrito para esta charla, Mike me pidió que hablara sobre los mercados emergentes. Esto puede tener algo que ver con el historial de inversiones de mis empresas en mercados emergentes, principalmente el sudeste asiático, pero también de manera fortuita en lugares como Sudáfrica y México. Cuando me senté y comencé a escribir, descubrí que tenía mucho que decir. Traté de cortarlo un poco, pero perdió algo. Ahora bien, si yo fuera un gran orador, como Bill Clinton, ¿tal vez podría pronunciar mi discurso y parecer tranquilo y despreocupado? Pero la verdad es que elijo acciones por una vocación, y eso me coloca en el extremo friki del espectro: así que, si me perdonan, en su mayor parte leeré lo que tengo que decir. Algunas de estas cosas son importantes y quiero que las comprendan.

En los principales mercados establecidos del mundo, nuestra producción, es decir, nuestra trayectoria, ha sido batir los índices en casi todas las geografías, en casi todos los marcos de tiempo en 4 a 500 puntos básicos por año. Pero si uno analiza nuestra experiencia en los mercados emergentes, es mucho, mucho mejor que eso. Y ese es un fenómeno muy interesante. Quiero decir, ¿cómo es que tres tipos (Jeremy, Zak y yo) en una habitación en Londres, haciendo en general lo que hacemos en otras partes del mundo, lo hacen mucho mejor en un territorio que en el otro? ¿Y cómo es que lo hemos hecho mejor que nuestros pares con ejércitos de analistas estacionados en las ciudades capitales de la región? Quiero decir, ¿cómo puede ser esto? ¿Y qué tan sostenible es? Y como ha invertido dinero con nosotros, estoy seguro de que también querrá saber qué tan sostenible es.

En este punto probablemente debería explicar algo sobre mi experiencia. Estudié Geografía en la Universidad de Edimburgo, Escocia. La geografía es un tema que apenas existe en América del Norte. Un profesor de Harvard me dijo una vez que tenían un curso de geografía en Harvard, pero tenía reputación de ser profesores homosexuales y estaba cerrado. No estoy seguro de qué hacer con eso en particular, sospecho que no es causa y efecto, pero en cualquier caso, la geografía es un tema con una crisis de identidad: es la confluencia de geología, física, química, oceanografía, climatología, biología y eso es solo geografía física. La geografía humana se ocupa de la sociología, la psicología, la estadística, la economía, por lo que es el curso de erudito definitivo. La geografía simplemente buscó otros temas y tomó lo que pensó que tenía que tener. De hecho, la razón por la que estudié Geografía fue por esta cualidad polimática, aunque llegué allí por una ruta extraña ...

Fui a Edimburgo a estudiar Geología, porque ahí es donde estaba el mejor curso de Geología, y en mi primer año desarrollé un interés en Arquitectura e Informática, pero el departamento de Geología me desanimó de estudiar estos cursos fuera de materia, que pensó que debería estar haciendo las ciencias duras, así que me transferí a Geografía y comencé una disertación sobre arquitectura y parques empresariales. Pero debido a que la Geografía es tan amplia, reclama poco territorio propio, por eso Harvard la cerró, y en varios momentos de su historia el tema atraviesa crisis de identidad. Dado que la geografía se considera un intruso académico, los profesionales han tenido que hacerse preguntas que otras materias más homogéneas como la física o la química no han hecho.

81

Entonces, en Edimburgo pasamos un año entero en la filosofía y metodología de lo que estábamos haciendo, y ese año me abrió los ojos. Simplemente me encantó. Quiero decir que realmente cambió mi forma de pensar. Y estaba leyendo "Zen y el arte del mantenimiento de motocicletas" de Robert Pirsig en ese momento, y los dos simplemente se combinaron para cambiar mi forma de ver el mundo. Entonces, tengo esta tendencia a volver a las preguntas básicas. Y lo que voy a hacer aquí es hablar sobre la filosofía y metodología de lo que hacemos como inversores, y evaluar por qué el desempeño es mejor en Asia como un subconjunto lógico de una pregunta mucho más importante, que es "¿cuál es su ventaja competitiva en invertir? "

A Bill Miller se le hizo esa pregunta recientemente y dio la siguiente respuesta: tres ventajas que se pueden tener: informativas, analíticas y psicológicas:

Una ventaja informativa sería que conozco un dato que el mercado no conoce, y esa información tiene valor. Nathaniel Rothschild construyó una de las grandes fortunas bancarias de Europa de esa manera. Tenía mensajeros y palomas mensajeras más rápidos que todos los demás, y todos lo sabían, por lo que fue el primero en comercializar con el conocimiento de la guerra ganada (o perdida). Y debido a que todos sabían que él sabía, fue difícil para él fallar. Esa ventaja prácticamente se ha disipado hoy. Es ilegal seguir el uso de información privilegiada y las regulaciones similares a Reg FD, o la información es instantánea y omnipresente. He tratado de no mirar, pero supongo que algunos de ustedes habrán revisado sus moras desde que comencé a hablar.

El segundo es analítico, es decir, uno puede cortar la información que todos los demás tienen de una manera diferente para llegar a conclusiones diferentes. Veamos qué tenía que decir Wittgenstein sobre el tema. **Diapositiva 2.** El punto de Wittgenstein es la descripción que usa, ¿enmarcará cómo piensa? Entonces, ¿es una percha o una cuña de puerta? Si alguien te lo describiera como un trozo de queso, lo pensarías de manera diferente a si te hubieran dicho que es una montaña o una pirámide que se ha caído. El punto es que las percepciones cambian a medida que cambian las descripciones, y cambian independientemente de los hechos. Mi ejemplo favorito aquí es la forma en que se tratan los presupuestos de publicidad y marketing en las cuentas públicas. Es decir, se cargan como débito a resultados. Debido a que los contables tienen este sesgo predominante sólido para elaborar cuentas con referencia a valores conservadores, y no saben cómo capitalizarlo, su valor es cero. Estee Lauder tiene un enorme presupuesto de publicidad y marketing que

domina sus declaraciones de ganancias. Tanto es así que el flujo de efectivo residual que desciende a las ganancias de la empresa es casi un error de redondeo sobre la cantidad mayor. Pero es ese pequeño residuo que utilizan los mercados para valorar la empresa.

En el caso de la Compañía Estee Lauder, ¡el precio de las acciones cayó! cuando anunciaron un aumento en la inversión publicitaria. En otras palabras, el mercado vio “todos los costos como malos costos” - bueno, ¡tenían que haber estado comprando algo con el dinero! Y entonces, la pregunta es: ¿qué ha comprado Estee Lauder con ese presupuesto publicitario? Lo mismo ocurre con Nike, Coke o una de nuestras inversiones, Scotts Miracle Grow. Y este factor se repite una y otra vez. Y se puede aplicar a otros gastos de inversión contabilizados como I + D. Por lo tanto, hacemos una buena cantidad de cambios en los números, analizando cosas que nadie más mira, como la participación de voz frente a la participación de mercado, que es una forma de evaluar el gasto en publicidad, evaluamos la lealtad del cliente, encubrimos el nombre de la empresa y analizar el negocio y así sucesivamente.

82

Debe ordenar la información de tal manera que pueda sopesar adecuadamente su valor, y esa no siempre es la misma que usan los contadores. Y creo que tenemos alguna ventaja analítica en eso en comparación con la multitud. Pero me gusta más cuando se combina con la fuente final de ventaja competitiva y esas son ...

Conductual y psicológico. En esta etapa, mi charla podría convertirse en una variante del discurso de Charlie Munger sobre “Psicología de los errores de juicio humano”, pronunciado en la Facultad de Derecho de Harvard a mediados de la década de 1990, y que es el mejor discurso de inversión jamás pronunciado. No es que hablara directamente de inversiones. Y eso te dice algo. Pero las ventajas más duraderas son psicológicas. Y el truco aquí es entenderlos primero. ¡Y luego entrénate con ellos!

Bueno, la lista aquí es demasiada: exceso de confianza, incentivos, compromiso y tendencia a la coherencia, súper reacción de privación, anclaje, celos / envidia, podría seguir y seguir, ¡y Charlie tenía 24! Pero lo que haré aquí es centrarme en cuatro que creo que conducen a más juicios erróneos que la mayoría, especialmente cuando se combinan entre sí.

Primero, Prueba Social / Psicología de grupo. Bueno, todos sabemos algo sobre la disfuncionalidad de la toma de decisiones en grupo, tienes a un hombre liderando el debate, es la figura de autoridad, sugiere un curso de acción, todos se basan en esa sugerencia, tal vez el tiempo de bonificación se acerca, así que nadie quiere objetar. Todos ustedes saben que un competidor al otro lado de la calle acaba de tomar el mismo curso de acción. Y nadie se opuso. Prueba social. Y, por supuesto, es un desastre perfecto. Todos sabemos que las decisiones sociales pueden ser subóptimas, pero aun así, así es como se toman la mayoría de las decisiones ... Al menos en los consejos de administración de empresas públicas y firmas de inversión que conozco.



**Diapositiva 3.** Esta es una oportunidad para traer uno de mis dibujos animados favoritos que se publicó en el libro “Influencia: La psicología de la persuasión” de Bob Cialdini. No puedo mirar esta caricatura sin ver a ese ángel como una metáfora de la industria de la gestión de inversiones. Nos sentamos en la cima de la pirámide capitalista, cobrando nuestro alquiler de las capas inferiores, y deberíamos pensar de manera diferente a la multitud. Debemos comportarnos con cierta integridad. Pero, ¿qué está haciendo el ángel? ... Estaba en una reunión del Instituto de Santa Fe el otro día, y Jim Surowiecki, el autor de “La sabiduría de las multitudes”, me dijo que Stanley Milgram en realidad realizó esto como un experimento. Y lo que encontró fue que, a medida que aumentaba el tamaño de la multitud, también aumentó la proporción de transeúntes que se detenían y miraban hacia arriba, sin ver nada. No he visto el estudio, pero apuesto a que la relación no fue lineal. Que tenía estas funciones escalonadas. Nadie se detiene si solo hay un tipo parado allí, pero tal vez un grupo de tres haga que algunos transeúntes miren hacia arriba ... y para cuando sea un grupo grande, casi todos se detendrán ... de todos modos, esa es la forma en que funciona en los mercados ...

En el libro de Cialdini, él habla del infeliz caso de Kitty Genovese, quien fue asesinada lentamente mientras la gente se quedaba mirándose unos a otros. ¿Y porque nadie corría en su ayuda, nadie más lo hizo?

¿Y cuántas personas compraron acciones tecnológicas en 1999 porque todos los demás lo hicieron?

¿De qué otra manera se explica cómo se obtienen estas oleadas de sobreinversión masiva como la que ocurrió en la industria cementera tailandesa a mediados de la década de 1990? En mi opinión lo que pasa es una vez

83

una empresa comienza a construir, todos lo hacen por temor a perderse algo. Una vez que Siam Cement había construido toda la capacidad que Tailandia podía necesitar, no había necesidad de que Siam City Cement se uniera. Y mucho menos TPI Polene. Pero todos se volvieron locos. Combine la prueba social con la envidia, los celos, los incentivos económicos y el boom, ahí está.

Mi segunda fuente de error de juicio es la disponibilidad, o la tendencia a sobrestimar la evidencia vívida o la evidencia que se obtiene fácilmente. Aquí mi ejemplo favorito lo da Dick Thaler, quien dirige una empresa de inversiones y enseña finanzas conductuales en la Escuela de Negocios de Chicago. Y Dick usa un videoclip corto de 20 segundos más o menos, que muestra a tres personas vestidas de blanco y tres personas vestidas de espaldas. Y cada equipo pasa un balón entre ellos mientras se mueve por la pista. Y Dick pregunta, cuente la cantidad de pases hechos por el equipo blanco. Al final pregunta a la audiencia cuántos pases observaron. 18? Algunas manos. 19? Más manos. 20 y así sucesivamente. ¡Es interesante que no todos estemos de acuerdo en eso! Eso te dice algo. Luego pregunta: ¿Alguien vio algo más? Ahora he visto esto hecho algunas veces y solo en una clase alguien vio lo que realmente sucedió. Dick pregunta, ¿alguien vio a un hombre vestido con un traje de gorila caminar hacia el centro de la pantalla, golpearse el pecho y alejarse? Casi nadie ve esto.

Bueno, todos hacemos esto hasta cierto punto. Tendemos a mirar con atención la tarea que tenemos entre manos y perdernos el panorama general. Mirar a tu alrededor es la habilidad más importante, y es en gran parte innata, aunque el profesor John Stilgoe, que también está en Harvard, está tratando de enseñarlo y escribió un libro interesante recientemente titulado "Outside Lies Magic". Y en los mercados, los inversores tienden a aferrarse a lo que se puede medir, con la ayuda de los contables, como acabamos de comentar y, en cierta medida, por su propia pereza.

El adagio de que " *si está en los titulares, está en el precio* " es en gran parte correcto. Me refiero a quién querría aguantar esto. **Diapositiva 4.** ¡ Hay más de 640.000 titulares sobre Xerox y quiebra en Google! Conozco inversores que buscan eso, por cierto, pero no hay demasiadas personas que quieran poseer la empresa más despreciada del mercado, que cualquier Joe en la calle que lee un periódico sabe que está en algún tipo de problema, como cualquiera. ¿quién ha sido dueño de Asia en el pozo, o Xerox, Lucent y Primedia estos últimos años lo sabrán.

Mi tercer error de juicio se debe a la incapacidad de realizar un pensamiento basado en la probabilidad. En una de las charlas de Charlie Munger, afirma: "*La forma correcta de pensar es la forma en que Zeckhauser juega al bridge, es así de simple*". Bueno, para un joven de Londres, esa es una declaración muy exasperante. Quiero decir, ¿quién es Zeckhauser y cómo juega al bridge? Bueno, me tomó alrededor de un año localizar a Richard Zeckhauser y responder esa pregunta.

Fue campeón mundial de bridge en el 66 y dirige un brillante curso de Behavioural Finance en la Kennedy School of Government de Harvard. Y la razón por la que su curso es en la Kennedy School es muy interesante. Quiero decir, ¿qué está haciendo un curso de Finanzas del comportamiento en una "Escuela de Gobierno" en primer lugar? Bueno, la razón es que su curso fue rechazado por los decanos del departamento de economía que afirmaron que no era economía. En cambio, llevó el curso a la Kennedy School, donde se lleva a cabo desde entonces.

La división de Zeckhauser con la visión del mundo de los economistas es su dependencia de un marco racional que maximiza la utilidad. La vieja guardia es hostil a las afirmaciones de comportamiento no racional, me refiero a que la idea de que todos somos racionales es tan hermosa, como estoy seguro de que Ayn Rand estaría de acuerdo.

84

Bueno, esto no encaja fácilmente con la visión del mundo de los psicólogos de que existen sesgos sistemáticos en las decisiones individuales, es decir, tenemos estos pequeños bamboleos en nuestros procesos de toma de decisiones. O la visión del mundo de un biólogo de que los individuos actúan en interés propio, cometen errores, aprenden y evolucionan. Bueno, Brian Arthur del Instituto Santa Fe se refiere a la economía como un sistema adaptativo complejo que aprende como aprenden los agentes. Y eso me parece un modelo mucho mejor ...

Entonces, Behavioural Finance adopta un enfoque pragmático y multidisciplinario (¡un poco como Geografía!) Y pone la visión del mundo de los economistas racionales junto con la del

psicólogo y el biólogo. Después de todo, ¿cómo puede la economía no ser conductual? ¿Quién toma las decisiones después de todo?

En mi opinión personal, el pensamiento presentado por Zeckhauser y en el Instituto Santa Fe debe considerarse como la nueva economía en espera, pero probablemente solo se convertirá en el consenso general una vez que la vieja guardia haya muerto. El hecho de que estos cursos todavía se consideren convenciones de Moonie y sean rechazados por el departamento de economía de Harvard muestra lo lejos que está el establecimiento y el consenso. Solo conozco una gran organización de gestión de fondos que ha internalizado estas ideas y cuando Zak y yo nos unimos al Instituto Santa Fe el año pasado representábamos solo a la segunda empresa de inversión europea en hacerlo.

E incluso a nosotros nos cuesta conseguir que se adopten estas ideas: la gente tiende a decir, "gracias Nick, que las finanzas conductuales fueron realmente geniales", pero luego regresan a sus escritorios y continúan como lo hacían antes. Articular estas cosas es fácil, internalizarlo no lo es. Ese es el trabajo duro. Lorenz ya había pensado en la teoría de Einstein de que el espacio y el tiempo eran relativos. Pero lo que hizo Einstein fue ponerlo en el centro de todo, mientras que todos los demás mantuvieron el concepto periférico. Y cambió la palabra. Así es como se debe utilizar la financiación del comportamiento. Pero probablemente no lo hará ... Murray Gell-Mann, del Instituto Santa Fe, le gusta decir que "un científico prefiere usar el cepillo de dientes de otro que su nomenclatura". Pero aquellos que puedan adoptar estas ideas estarán muy por delante de la competencia en mi opinión. Pero llegaré a eso más tarde.

Entonces, de todos modos, ¿cómo juega Zeckhauser al bridge? Bueno, piensa a través de árboles de decisión y asocia probabilidades a las distintas ramas. Y a medida que cambien los hechos, cambie las probabilidades. Ahora he estado hablando un poco, así que permítanme decirlo de nuevo, porque su clave... Zeckhauser piensa a través de árboles de decisión y atribuye probabilidades a las distintas ramas. Y cuando se trata de probabilidades, puede ser indiferente a los resultados de ganancia o pérdida, pero esa es normalmente una respuesta entrenada. Y cuando se trata de probabilidades y la gran variedad de oportunidades, como los mercados mundiales de acciones y bonos, no tiene que ser demasiado conservador con sus apuestas.

Pero la gente no piensa bien con probabilidades. Esto se demostró en el famoso problema de Monty Hall, que lleva el nombre del presentador de un programa de juegos de la década de 1970 "Hagamos un trato". El concursante elige una de las tres puertas. Uno contiene las llaves de un coche y los otros dos un dibujo de una cabra. Después de la elección, Monty abre una de las otras dos puertas, y las reglas del juego requieren que te muestre una cabra. La pregunta es, ¿debería el huésped cambiar a la puerta cerrada que queda? ¿Y por qué? Cuando se planteó este problema en el New York Times, recibieron 10.000 cartas insistiendo en que la respuesta incorrecta era la correcta. Me refiero a que la mente no está naturalmente organizada de manera que responda preguntas basadas en probabilidades. No es instintivo.

Te daré otro ejemplo. Una persona de cada 1000 padece una enfermedad en particular. Su amigo da positivo en la prueba de la enfermedad con un 99% de probabilidad de que la prueba sea precisa. ¿Cuál es la probabilidad de que su amigo tenga la enfermedad? La respuesta es una de cada once, pero según las encuestas, ¡eso no es lo que piensan la

mayoría de los médicos! ¡Creen que tu amigo está tostado! - Bueno, ¡lo más probable es que no lo sea! Solo se necesita pensar un poco. Y es por eso que hacen dos veces pruebas para detectar enfermedades terribles como el VIH, porque las pruebas no son tan precisas y los médicos no son buenos para las matemáticas. Entonces, la incapacidad de pensar como Zeckhauser y organizar los resultados en probabilidades es un error considerable que causa sesgo en los procesos de toma de decisiones de los inversores. Es interesante que este fue esencialmente el mensaje central de la autobiografía de Rob Rubin y la declaración del presidente de Buffett de este año.

Entonces, por ejemplo, el mayor error que puede cometer un inversor es vender una acción que sube diez veces. 'no de poseer algo a la quiebra. Pero eso es lo que todo el mundo piensa, al menos a juzgar por las preguntas que nos hacen los clientes. Solo la semana pasada recibimos preguntas sobre nuestra participación en Northwest Airlines en lugar de la venta de Apple a principios de este año. Pero vender Apple nos ha costado más. La gente mira los costos reales, no los costos de oportunidad, y ¿qué dijimos sobre sopesar la evidencia vívida? Y si comprende eso, y comprende las probabilidades, entonces sabrá que no valía la pena llamarnos por Northwest.

Mi último obstáculo psicológico es la paciencia, o la falta de ella. Al comienzo de la Junta General de Accionistas de Berkshire Hathaway Company muestran este pequeño video y cada año se le pregunta a Buffett cuál es la principal diferencia entre él y el inversionista promedio, y él responde con paciencia. Y hay tan poco de eso en estos días. ¿Alguien ha oído hablar de hacerse rico lentamente?

¿Qué nos dice Jack Bogle? ¿Que el período de tenencia de acciones se ha reducido a 10 meses y el fondo mutuo promedio se mantiene durante 2 años? ¿De que va todo eso? En mi opinión, la presentación de informes trimestrales limita con un trastorno obsesivo compulsivo. ¿Y cómo llegamos a este estado de cosas?

Bueno, creo que el problema es que tienes dos agentes, el administrador del fondo y su cliente inmediato, que intentan obtener algo de valor agregado en la mente de sus clientes y eso crea estas consecuencias contraproducentes. ¡Nunca obtendría este nivel de informes sin sentido si fuera de director a principal! ¿Y quién tiene la culpa? Bueno, me pongo del lado de las instituciones de inversión. Estas son organizaciones en gran parte ricas y deben comportarse con integridad, no ceder ante solicitudes disfuncionales. Comportarse como Molly Malone y mostrarles las bragas a los chicos un viernes por la noche en Dublín no es la manera correcta de construir una reputación duradera, pero así es como se comportan estas instituciones.

Y es tan innecesario: somos dueños del único capital permanente en la estructura de capital de una empresa.

- todo lo demás en la empresa, la administración, los activos, la junta, los empleados puede cambiar, ¡pero nuestro capital aún puede estar allí! Los inversores institucionales nunca han conciliado realmente su capacidad para negociar a diario con la permanencia de las acciones. Quiero decir, ¿son a corto o largo plazo? Zak me contó un chiste que realmente disfruté: dos administradores de fondos de cobertura se encuentran en un cóctel y uno pregunta:

"¿cómo estás?" - y el otro responde "sí, he subido un 3% este mes". Un buen proceso de inversión no es evidente en un trimestre de cotizaciones transitorias de precios de acciones, ¡o un año para el caso!

En una pequeña sociedad de inversión que dirijo, hacemos que las personas firmen un formulario diciendo que entienden que el fondo no es adecuado para aquellos con plazos inferiores a cinco años. Nadie más hace eso. Por cierto, les hacemos que lo hagan, para intentar poner la inversión en un espacio psíquico diferente al de otros ahorros que puedan tener. Y para evitar las presiones de la prueba social y los celos / envidia que mencioné anteriormente. Por cierto, tenemos períodos de tenencia promedio de más de cinco años según los resultados recientes.

Entonces, la paciencia, la prueba social, la viveza y el pensamiento basado en la probabilidad son los cuatro obstáculos psicológicos que elegí resaltar y creo que los entendemos quizás un poco mejor que el inversionista promedio ... y no siempre estoy seguro de eso. Ciertamente soplé a Argentina hace tres años, principalmente debido a sopesar la evidencia vívida, especialmente la evidencia vívida temporal, y eso nos ha costado. Quiero decir, crees que entiendes estas cosas, pero tienes que seguir haciéndolo ...

Pero si es así, ¿y qué? ¿Qué tiene que ver todo esto con nuestro desempeño en los mercados emergentes?

Bien, repasemos algunos de estos juicios psicológicos erróneos desde una perspectiva asiática: Bueno, los mercados emergentes asiáticos son chinos, incluso en Tailandia, Indonesia, Filipinas y Malasia, que tienen grandes poblaciones indígenas, la élite empresarial es china. Y a los chinos les gusta apostar: una de nuestras mayores inversiones es en un antiguo casino de Malasia y está repleto de chinos de Malasia de KL en un día laborable, ¡y debería verlo el fin de semana! - Bueno, eso no me suena a “dinero paciente”. Y lo que acabamos de aprender es que la paciencia es importante.

Existe una cohesión social muy alta en las sociedades asiáticas. Es decir, la gente piensa igual y piensa literalmente. Esto es cierto en el oeste, pero creo que probablemente sea más cierto en el este, ya que las sociedades del este tienden a no celebrar al individuo en la medida en que lo hacemos en el oeste. De modo que la prueba social y la mentalidad de rebaño pueden ser más agudas. Es decir, el pensamiento contrario parece ser más raro. Y en el comedero las cosas son muy, muy baratas.

También puede haber un ángulo extraño a la baratura. La mayor parte de nuestra competencia proviene de especialistas regionales: estas personas sufren las mismas restricciones que sufrieron los administradores de fondos de tecnología en 1999, y no tienen a dónde ir. Cuando se les dan fondos para administrar, la instrucción encubierta es comprar crecimiento, no valor. La evidencia clara es que Asia está creciendo, ¡solo mire a China!

Y tienen un conflicto principal / agente. Ese es el otro tema favorito de Zeckhauser, el principal agente de conflicto. Han establecido oficinas en cada ciudad capital como si se tratara de un ejercicio de marketing para hacer valer la experiencia local, bueno, todo está en Bloomberg, al final de una línea telefónica y en las cuentas anuales. Tampoco necesita corresponsales locales. Y ciertamente no necesita la deriva hacia la toma de decisiones grupales que eso implica.

Entonces, los extranjeros en la región suelen pensar como agentes alcistas, ¡pero no es así como piensan los principales accionistas! La visión de las familias que controlan las empresas asiáticas no es el capitalismo agente institucional con el que crecemos en Occidente (y la autopromoción que conlleva), su capitalismo dinástico y de confusión, es decir, piensan como directores. Entonces, en Asia existe esta enorme dispersión en la orientación, entre la mentalidad china de juego de las masas y la orientación dinástica de los magnates. La forma de apostar es no alinearse con el chivo expiatorio del mercado,

87

pero pensar como los magnates, y nuestro largo período de espera ayuda en ese sentido, volver a la paciencia.

En mi opinión, existe un elemento de “clase de activos falsa” en la demanda de productos de inversión en la región, y esto ha generado una “especialización falsa” en mis pares. Quiero decir que conocen la forma de la economía, pero no saben lo que vale una empresa. ¡Los occidentales no invierten en Asia para ser contrarios! El caso es que no es lo mismo especializarse por geografía que especializarse en inversiones.

E intentamos especializarnos en invertir. Por lo tanto, no vendemos fondos dedicados y no comercializamos la especialización asiática y cuando las cosas no son atractivas, buscamos en otra parte del planeta, y creo que eso ayuda. No tenemos que estar ahí. Nuestra generalización por geografía y especialización por disciplina es de gran ayuda.

Estamos tratando de ser personas de buen juicio y hacer cosas inteligentes con el dinero. Y entonces, nos vamos a Asia en busca de negocios que se ajusten a nuestra experiencia de estar en situaciones que funcionarán, a precios que nos gustan. Pero pocas personas comienzan con ese sesgo. Nuestros compañeros parecen no estar mirando lo que nosotros estamos mirando. Como Siam Cement o Jardine Matheson, por ejemplo, estos son negocios enormes (JM es el empleador privado más grande de la región, y SCC representó el 4% de la economía tailandesa en un momento) y tenían un precio con descuentos considerables al costo de reemplazo, con mejores que el costo de reposición normalizó la economía, y han sido diez embolsadores para nosotros. No se podía mirar a Asia y no ver estas empresas. Ellos dominan.

Pero el punto es que nuestro desempeño es mejor porque hay menos competencia por nuestras acciones. Período. Y eso es porque hay menos gente con nuestro enfoque. Hemos descubierto que cuando compramos acciones, nuestra competencia es el comprador comercial que no puede negociar el 100% de la empresa al precio al que podemos comprar una fracción en el mercado de valores. Eche un vistazo a Siam City Cement. El día que Holderbank compró el control de la empresa, a la familia, por 170 Tb por acción, lo que equivale al costo de reposición de los activos (las acciones ese día cerraron un baht a 48 Tb), menos de un tercio de lo que estaban pagando los compradores comerciales. Esa acción se ha multiplicado por diez desde entonces.

Bueno, ¿esto es sostenible? Quizás no, qué es lo que nos dice Brian Arthur del Instituto Santa Fe: que la gente aprende y la economía es adaptativa. Parece razonable esperar que con el tiempo esa ventaja disminuya. Como Buffett bromeó en una AGM: " *el secreto de un matrimonio exitoso no es la apariencias o el dinero ... sus bajas expectativas*". Y creo que es un buen punto de partida cuando pensamos en el desempeño de nuestro mercado emergente.

Sin embargo, es cierto que algunos de los rasgos de comportamiento que he mencionado aquí son tan antiguos como las estrellas y eran tan válidos cuando Graham escribió la primera edición de Security Analysis en 1934 como lo es hoy. Aun así, y aunque reconozco ese hecho, creo que es saludable pensar en términos evolutivos y planificar estar a la vanguardia, y tenemos algunas pistas sobre hacia dónde se dirige la vanguardia en el pensamiento inversor. Permítanme leerles lo que Mike Mauboussin en Legg Mason, quien está muy por delante, dijo sobre el tema de la toma de decisiones:

### **Diapositiva 5**

*" Individuos quién lograr el más satisfactorio a largo plazo los resultados a través de diversos*

88

*Los campos probabilísticos (juegos de azar, cartas, caballos, inversión en acciones ordinarias, inversión en una nueva planta) tienen más en común entre sí que con los participantes en su propio campo ".*

Bueno, eso tiene que ser verdad. Amarillo Slim fue el campeón mundial de póquer en 1972, y su autobiografía se publicó el año pasado sobre el nuevo boom del póquer, y se titula "Amarillo Slim, en un mundo de gente gorda". Si entiendes el punto de Michael, puedes ver por qué Slim llamó a su libro así. Puggy Pearson también fue un campeón mundial de cartas, y argumentó que para ganar era necesario comprender el extremo 60/40 de la apuesta (cuando las probabilidades están de su lado), saber cómo administrar el dinero (cuánto apostar) y conocerse a sí mismo. . Bueno, eso me suena terriblemente a una buena decisión de inversión.

Mauboussin de nuevo ...

*"Las características distintivas de los jugadores probabilísticos incluyen un enfoque en el proceso versus el resultado (espero haber hecho algo de eso hoy) , una búsqueda constante de probabilidades favorables y una comprensión del papel del tiempo ".* Eso es paciencia.

Todavía me sorprende que todo el mundo evalúe a un administrador de fondos en función de su producción, no de su proceso.

No admiten eso, por supuesto. Pero eso es lo que pasa.

*"El éxito en un campo probabilístico requiere sopesar las probabilidades y los resultados, esa es una mentalidad de valor esperado ".* Bueno ... piensa como Zeckhauser.

Dejaré que Mauboussin tenga la última palabra ...

*"Una de las claves del éxito es un alto grado de conciencia de los factores que distorsionan el juicio".*

Bueno, amén a eso.

Y ahora responderé cualquier pregunta que pueda tener ...

Diapositiva 1: Título del discurso "Entonces, ¿cómo juega Zeckhauser al bridge?"

Diapositiva 2:



Fuente: Ludwig Wittgenstein, Investigaciones filosóficas

Diapositiva 3: La caricatura de Punch

Diapositiva 4

Diapositiva 5

Fuente: Michael Mauboussin, Legg Mason Funds Management

Diapositiva 6: Diapositiva final, "La forma correcta de pensar es la forma en que Zeckhauser juega al bridge, es así de simple" Charlie Munger.

# Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

## Asociación de inversión nómada

### Carta interina

Por el período terminado el 30 de junio de 2006

Esta es la carta inaugural de Nomad Investment Partnership escrita bajo el título Sleep, Zakaria and Company, Limited. La dirección puede ser temporal (es la casa de Zak, la oficina seguirá en septiembre) pero Sleep, Zakaria and Company es donde esperamos que Nomad descansa hasta que todos seamos viejos y grises. Escribimos esta carta en nuestra calidad de gerentes de Nomad en el pasado, como empleados de Marathon y futuros, con la transferencia del contacto de administración a Zak y mi empresa a partir de principios de septiembre de 2006. Para el período desde nuestra renuncia a Marathon en marzo hasta la finalización de la entrega de Nomad en septiembre, Marathon es el responsable de la cartera. Por esta razón, Marathon le enviará los números de rendimiento en una cubierta separada mientras Zak y yo escribimos este comentario. Esta separación algo artificial sólo debería ser necesaria para esta carta mientras esté pendiente la entrega. Desde principios de septiembre, la cabeza y el cuerpo se reunirán y asumiremos la plena responsabilidad de su asociación. Desde principios de septiembre, la pelota se detiene aquí. ¡No podemos esperar!

Esta carta provisional también será razonablemente breve (¿escucho un aplauso?) Ya que se encuentra entre dos documentos mucho más importantes que requieren su atención: la carta de transición enviada en abril (también contenida en el apéndice de esta carta) que describe la filosofía de nuestro enfoque, y el prospecto, que seguirá en breve, describiendo la metodología. En esta carta me gustaría concentrarme en dos puntos, el estado de la cesión de Nomad a Zak y mi empresa y, en segundo lugar, una controversia de inversión.

#### Actualización sobre el traspaso.

*“¿Cuál es la excusa esta vez?*

*No es mi culpa, señor.*

*¿De quién es la culpa entonces?*

*De la abuela, señor.*

*De la abuela? ¿Que hizo ella?*

*Ella murió, señor.*

*¿Murió?*

*Está seriamente muerta, señor.*

*Eso hace cuatro abuelas este término, Blenkinsopp.*

*Y todo en los días de educación física.*

*Sé. Es muy perturbador, señor.*

*¿Cuántas abuelas tienes, Blenkinsopp?*

*¿Abuelas, señor? Ninguno, señor.*

*Dijiste que tenías cuatro.*

*Todos muertos, señor.  
¿Y ayer, Blenkinsopp?*

*¿Y ayer, señor?  
Ayer estuviste ausente.  
Ese era el dentista, señor.*

93

*¿Murió el dentista?*

*"No señor. Mis dientes, señor.  
¿Te perdiste el examen de matemáticas, Blenkinsopp!  
Lo estaba esperando, señor.*

*Bien, alinea para la educación física*

*No puedo señor.  
No existe la palabra "no puedo", Blenkinsopp.*

*Sin equipo, señor.  
¿Dónde está?  
A casa, señor.  
¿Qué hace en casa?  
No planchado, señor.  
¿No podrías plancharlo?*

*No puedo, señor.*

*¿Por qué no?  
Mala mano, señor.  
¿Quién lo hace habitualmente?  
Abuela, señor.  
¿Por qué no podía hacerlo?*

*Muerto, señor "*

"Excusas, Excuses" de Gareth Owen

Cualquiera que haya intentado crear una organización de gestión de fondos reconocerá inmediatamente a Blenkinsopp. La naturaleza cortadora de galletas de la industria de servicios de administración de fondos (contabilidad, administración, legal, tributaria, tecnología de la información, etc.) significa que aquellos que intentan romper con el status quo se encuentran con más excusas que las que les corresponden. A pocos sorprenderá que nuestra tarifa de rendimiento reembolsable propuesta no sea ampliamente adoptada por los fondos de cobertura o los fondos mutuos, o incluso por los inversores institucionales, por lo que no existe una solución estándar. El problema, susurraré la siguiente parte, puede haber sido que en un pasado no muy lejano (es decir, antes de que existiera el noventa por ciento de los fondos de cobertura del mundo), los precios en varias partes de la industria de servicios financieros pueden haber sido demasiado altos. ¡bajo! Las modestas escalas de tarifas deslizantes han cambiado poco en una década y hace diez años se requería la estandarización del producto para estirar a un empleado y su computadora sobre muchos clientes, a fin de obtener un rendimiento razonable del capital para su banco. Hoy, es decir,

diez mil fondos de cobertura después, la demanda está al rojo vivo y después de haber luchado con la economía por cliente en los primeros días, los cortadores de galletas ahora obtienen ganancias supernormales.

Esta estandarización de Henry Ford (cualquier color siempre que sea negro) también tiene un lado más desagradable, en el sentido de que sofoca la innovación: los fondos de cobertura pueden eludir la cuestión de la tarifa de desempeño equitativo (boca arriba, pueden afirmar válida y convenientemente que el 1% y 20%, 2% y 30% y así sucesivamente son escalas de tarifas estándar de la industria) mientras que, al mismo tiempo, el cómplice cortador de galletas también obtiene ganancias súper normales. Uno de los bancos más exitosos del mundo nos dijo que no tiene la capacidad para atender el esquema de tarifas de desempeño reembolsables de Nomad. Un vistazo rápido a sus cuentas revela un rendimiento del veinticinco por ciento sobre el capital, del cual el quince por ciento sobre el capital se retiene cada año con el propósito de aumentar la capacidad. Abunda la arrogancia entre los proveedores de servicios: siento que se acerca una carta al presidente.

Sleep, Zakaria and Company Ltd., que proporcionará asesoramiento sobre gestión de inversiones a los

94

Nomad Investment Partnership, ha sido autorizada recientemente por la Financial Services Authority, y en lo que puede resultar un tiempo récord. Como el proceso de autorización habitual lleva de tres a cuatro meses y sabemos de algunas empresas que han tardado un año, nuestra aprobación de cuatro semanas es testimonio de la simplicidad de Nomad. En un intercambio agradable con la FSA, pensaron que habíamos informado erróneamente en nuestra presentación un promedio de tres transacciones por mes (una transacción es una compra o venta individual de una acción o un bono, incluidas las activadas por suscripciones). Seguramente, preguntaron, ¿te has perdido los ceros? Pero no teníamos y, de hecho, la estadística de las tres operaciones por mes (argumentamos que no operamos, invertimos: ¡esto cayó en oídos sordos!) Tergiversa los hechos, ya que nuestro período de tenencia promedio es de alrededor de cinco años.

A riesgo de sonar como Blenkinsopp, el prospecto estará con usted en breve, y guardaremos una discusión y explicación de sus complejidades hasta entonces. La renuncia de Marathon a la dirección de Nomad (con un período de preaviso de cuarenta y cinco días) y nuestro nombramiento como directores inmediatamente después significa que Nomad será gestionado por Sleep, Zakaria and Co Ltd a partir del 12 de <sup>septiembre</sup>. Para entonces deberíamos estar en nuestra nueva oficina y habrá un nuevo prospecto. ¡Hurra!

Se nos ha preguntado muchas veces sobre la reapertura de la Asociación, tanto que me temo que debemos haber tomado una hoja de la escuela de relaciones con los inversores de Hershey Creamery. Los lectores recordarán que hace unos años nos resultó difícil obtener informes anuales o declaraciones de poder de Hershey Creamery, por lo que recurrimos a pedirle una copia al director financiero, pero nos dijeron que “se envían por correo a nuestros accionistas”. Entonces, ¿cómo podrían los inversores potenciales formarse un juicio si les gustaría convertirse en accionistas sin el beneficio de un informe anual?

*“Es una queja común”, fue la respuesta.*

No pretendemos ser tan evasivos, así que permítanme explicar las condiciones en las que podemos reabrir. La regla de oro es que solo reabriremos si los dólares adicionales aportan algo a la fiesta, mediante la reducción de la relación precio / valor de la Asociación en su conjunto. Aparte de esto, cualquier aumento en el tamaño también aumenta el rendimiento, ya que la tarifa de administración en dólares es, dentro de ciertos parámetros, fija y disminuirá como porcentaje de los activos a medida que crece la Asociación. De esa forma, el crecimiento también ofrece un ahorro para todos los inversores. La captación de capital se llevará a cabo primero mediante una emisión de derechos a los inversores existentes cuyos derechos no asumidos se nos devolverán y luego se ofrecerán a aquellos que hayan indicado un interés en invertir y hayan completado satisfactoriamente un cuestionario de diligencia debida. La cola se ordena con los principales clasificados por encima de los agentes y los agentes clasificados de acuerdo con varios criterios. Sin embargo, no se clasifica según el tamaño del bote del inversor. Es mucho más importante para nosotros, y para nuestros socios existentes, que todos veamos a Nomad de la misma manera: simplemente no tenemos la voluntad o la inclinación para ofrecer servicios a medida, atender a una multitud diferente o ser particularmente grandes. Cuando se trata de la inauguración de la Asociación, nos complace adoptar el lema del Brooklands Motor Racing Circuit, cuyos carteles de antes de la guerra mostraban automóviles a toda velocidad alrededor de su famosa esquina inclinada mientras espectadores bien vestidos comían picnics en arceles frondosos, con el eslogan “*the multitud adecuada y sin aglomeraciones*”. Somos muy respetuosos de la confianza que los socios existentes han depositado en nuestra capacidad para aumentar sus ahorros y no tenemos ganas de empujar todos y cada uno, independientemente de los incentivos.

¡Estoy seguro de que haríamos inversiones más pobres si lo hiciéramos y seríamos más infelices para empezar!

Cuando encontremos un grupo de buenas ideas de tamaño razonable, estaremos en contacto. Sin embargo, lo haremos

95

no abierto solo porque Nomad será independiente o debido a alguna terrible manifestación del conflicto del agente principal. La tarifa de gestión de reembolso de costos significa que no es necesario abrir para poner pan en la mesa. A la fecha, hemos convertido U \$ 1 en alrededor de U \$ 2,70. Nuestro objetivo es convertir esto en U \$ 10 dentro de una década (aproximadamente quince por ciento compuesto por año) y somos algo indiferentes en cuanto a cuánto dinero llevamos con nosotros durante el proceso: para Zak y para mí, todo se trata del destino.

#### Dados no transitivos y algunas de las cosas que nos dicen sobre la inversión

Si  $a > b$  y  $b > c$ , entonces normalmente se seguiría que  $a > c$ . Esta es una secuencia transitiva y está profundamente arraigada en nuestro aparato mental de resolución de problemas. Todo parece bastante lógico. Los datos no transitivos o "mágicos" desafían esta suposición. Un juego de dados mágicos contiene cuatro dados cuyas caras están etiquetadas de la siguiente manera:



Para jugar a los dados mágicos, un anfitrión invita a un oponente a elegir un dado, que el oponente lanzará contra el anfitrión, el que tenga el número más alto gana. El proceso se repite y es mejor de diez. Algunos jugadores pueden elegir los dados con los números cinco o seis, sin observar la frecuencia del número. Otros pueden rechazar los dados con ceros (¿seguramente eso no puede ganar una ronda?) Sin observar que los cuatro cuatros de los dados superan al número tres en dos tercios del tiempo. Como se muestra en el diagrama de arriba, el dado de la izquierda vence al de la derecha, y así sucesivamente en el diagrama, ¡pero el dado del extremo derecho también vence al del extremo izquierdo! Parecería que si  $a > b > c$ , ¡ $c$  también es  $> a$ !

Por supuesto, no tiene nada de mágico, pero al principio la circularidad parece contraintuitiva. Un lanzador de dados ganador debe evaluar correctamente la probabilidad o frecuencia con la que un dado producirá un número superior; después de todo, es posible que un dado ganador no gane en el primer lanzamiento. Y el lanzador de dados solo puede responder a esa pregunta si primero sabe a qué dados se enfrenta. ¡El truco consiste en permitir que tu oponente revele, sin saberlo, más información y hacer que escoja un dado primero!

Los dados no transitivos ofrecen dos prácticos modelos de inversión: primero, así como cualquier dado puede ganar por un tiempo, cualquier superioridad que pueda tener un proceso de inversión solo surgirá con el tiempo, por lo que la paciencia es importante. En segundo lugar, el mercado de valores publica los precios todos los días, esto es el equivalente a hacer que su oponente elija sus dados primero. Los precios que establece el mercado revelan información sobre las perspectivas de una empresa que pueden o no brindar una oportunidad, depende de los inversores tomar el mercado en su oferta o esperar otro precio, otro día.

La carta de la Asociación Buffett de 1960 a los inversores incluía la siguiente observación de que

también incluido en la carta provisional de Nomad de junio de 2002:

*“He señalado que no se debe esperar que cualquier récord superior que logremos sea evidenciado por una ventaja relativamente constante en el desempeño en comparación con el Promedio. Más bien, es probable que si se logra tal ventaja, sea a través de un desempeño mejor que el promedio en mercados estables o en declive y un desempeño promedio, o quizás peor que el promedio en mercados alcistas ”.*

Nuestro desempeño está siguiendo un camino similar de resultados superiores durante los desvanecimientos del mercado y ahora resultados absolutos razonables, aunque un poco menos que el promedio, durante los auges del mercado. De hecho, la única vez que nos hemos adelantado al índice en lo que va del año fue durante el desvanecimiento del mercado en mayo y principios de junio. El mercado de valores está en auge, quizás más de lo que se ve en los índices, ya que la acción se está llevando a cabo en sectores poco representados y la privatización de empresas más pequeñas (a medida que se desarrolla el ciclo, esto seguramente terminará es una privatización verdaderamente grande). Ha habido muchos comentarios del mercado que ofrecen evidencia de una burbuja en los precios de las materias primas y la valoración de las existencias de materias primas. La evidencia, como tal, se ha centrado en el alto precio de las materias primas en comparación con la historia, el resurgimiento de la actividad de la banca de inversión en el sector, los centímetros de columna de los medios dedicados al tema, el precio de las propiedades inmobiliarias en el norte de Alberta, etc. Los teóricos de la Nueva Era argumentan que China e India ofrecen un impulso de demanda sin experiencia, mientras que los protagonistas levantan las manos con incredulidad ante los comentarios que se refieren a una Nueva Era tan poco tiempo después de que la última terminara en colapso.

Lo que nos sorprendió fue la evidencia de un exceso en el mercado de valores: en resumen, algo está sucediendo en los mercados de capital globales cuando el período promedio de tenencia de los inversionistas para las acciones de Phelps Dodge, una compañía minera de cobre relativamente sobria, es de tres meses. Esto no es normal para ninguna empresa y mucho menos para aquellas cuyos activos duran décadas. Los inversores suelen tener acciones durante unos dos años, aunque el administrador de fondos mutuos promedio tiene acciones durante unos once meses, según el fundador de Vanguard, Jack Bogle. Sin embargo, el comercio frenético no es infrecuente, como testigos de períodos de retención de seis semanas para Yahoo en 1999, o en la Segunda Sección de Malasia en 1997, pero con frecuencia se asocia con la incertidumbre y la especulación de los inversores.

Los precios son un lenguaje, y la valoración del mercado de valores de U \$ 20 mil millones de Phelps Dodge establece que, sin margen de error, la empresa obtendrá niveles récord de flujo de caja libre durante la mayor parte de la próxima década y sin declive (en valores nominales). términos) en valor terminal. Tal vez sea así, pero la frecuencia con la que los inversores cambian de opinión implica que esto no es una declaración de hecho estable. Seamos más directos. Existe una inconsistencia entre la predicción de varias décadas, similar a la de la Nueva Era, incrustada en el precio de las acciones, y la falta de voluntad para llevar a cabo esa predicción. Es casi como si los inversores supieran que es mentira. Este no es un evento aislado, según la boutique de investigación Empirical Research Partners, los períodos de tenencia de las empresas de servicios petroleros están

igualmente truncados y las empresas están valoradas tres o cuatro veces más que sus clientes (¿matices de Cisco alrededor de 1999?).

En un marco de ciclo de capital tradicional, la alta valoración de estos negocios fomenta una respuesta del lado de la oferta, que eventualmente socava la economía descontada en el precio de las acciones. La palabra clave aquí es "eventualmente", entonces, ¿cuánto durará eventualmente? Los informes de la compañía de este año muestran un aumento esperado en el gasto de capital de alrededor del cuarenta por ciento en comparación con 2005. Sin embargo, en nuestra opinión, los gerentes tienden a realizar planes de gasto de capital a futuro por temor a molestar a los inversores, por lo que puede ser razonable esperar que el gasto sorprenderá al alza. Un gurú de Wall Street usó una analogía con el fútbol americano: "la gerencia solía estar bloqueando y atacando por nosotros, ahora se ven a sí mismos en el

97

posición de receptor glamorosa ". De hecho, siendo la naturaleza humana como es, casi podemos garantizar que el gasto de capital seguirá creciendo hasta que bajen los precios de las acciones.

No podemos estar seguros de cuándo llegará el punto de inflexión. Para que tales acciones sean una inversión viable para Nomad, tendríamos que confiar en que la economía del sector no se descuenta en los precios dentro de varios años y, dado el aumento en los planes de gasto de capital, esa no es la manera de apostar. Y esta es la gran fortaleza de Nomad. Si nos fijamos en cinco años, no tenemos que invertir en fenómenos a corto plazo para lucir bien este año. Y en nuestra opinión, eso está en el corazón de lo que está impulsando el frenético comercio en Phelps Dodge: el deseo de lucir bien este año, trimestre, mes, semana o solo hoy.

Cuando hay un frenesí de actividad en un área del mercado, muy a menudo hay una anti-burbuja de empresas descartadas. En la era de las punto com, se trataba de empresas con un flujo de caja estable. ¿Dónde está la anti-burbuja de hoy? Quizás en grandes empresas de crecimiento de alta calidad que nos parecen más baratas que durante muchos años. Es por esta razón que las mayores participaciones de Nomad están dominadas por acciones de crecimiento tradicionales, en contraste con hace cinco años, cuando éramos dueños de los detritos del boom de la Nueva Era. Es interesante notar que hace cinco años, aunque las acciones más despreciadas eran extremadamente baratas, cada oportunidad individual era relativamente pequeña (nuestras inversiones en Stagecoach y Midland Realty fueron siete embolsadoras, pero el tamaño de la oportunidad fue quizás de 20 millones de dólares cada una). Hoy en día, el descuento al valor razonable de las acciones más despreciadas parecería ser mucho menor (es más probable que se dupliquen en cinco años que las espectaculares multibolsas), pero el tamaño en dólares de cada oportunidad puede ser mayor. El caso de una reapertura de Nomad se basa en esta observación, y nuestro trabajo durante los próximos meses será analizar esta propuesta.

Le escribiremos en breve para presentarle el nuevo prospecto y, con suerte, nuestro cambio de dirección, nuevos números de teléfono de oficina, etc. Mientras tanto, nuestros datos de contacto permanecen sin cambios y se enumeran en el apéndice. En Marathon, Amanda Joss ([ajoss@marathon.co.uk](mailto:ajoss@marathon.co.uk)) puede ayudarlo con sus consultas.

Como siempre, es un absoluto placer estar asociado con esta Asociación. Zak y yo valoramos mucho su confianza en nosotros y le agradecemos su paciencia.

... Fuera a tratar con Blenkinsopp.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

El abogado escribe: En esta carta, usamos el término "Socios" como un término genérico que se refiere a todos los inversores de Nomad, ya sean accionistas del fondo subordinado o socios limitados de la Asociación y no, en el sentido estricto y legal de la palabra, para implican la creación de una sociedad entre los accionistas del fondo alimentador, Nomad y /o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

98

Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizado y regulado por la FSA. El Fondo no es un esquema reconocido bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 ("FSMA") y, en consecuencia, los inversionistas en el Fondo no se beneficiarán de las reglas y regulaciones establecidas bajo la FSMA para la protección de los inversionistas ni del Esquema de Compensación de Servicios Financieros. . El valor de las Acciones, y cualquier ingreso derivado de ellas, puede subir o bajar y un inversor puede no recuperar, en el momento del reembolso de sus Acciones, la cantidad invertida. El rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Ni Sleep, Zakaria and Company, Ltd., ni sus directores o empleados garantizan la precisión, idoneidad o integridad de la información contenida en este documento y Sleep, Zakaria and Company, Ltd., expresamente se exime de responsabilidad por errores u omisiones en dicha información. Sleep, Zakaria and Company, Ltd. o cualquiera de sus directores o empleados no brindan garantía de ningún tipo implícita, expresa o legal en relación con la información contenida en este documento. Bajo ninguna circunstancia este documento, o cualquier parte del mismo, puede ser copiado, reproducido o redistribuido sin el permiso expreso de un director de Sleep, Zakaria and Company, Ltd. Registrado en Inglaterra No. 5636487. Oficina registrada: One, Saint Paul's Churchyard, Londres, Inglaterra EC4M 8SH. © Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

#### Apéndice

#### Carta enviada a los accionistas de Nomad, abril de 2006

Como ya sabrá, Zak y yo dejamos recientemente Marathon para administrar Nomad Investment Partnership a tiempo completo. En algunos aspectos, esto no representa un gran cambio con respecto al status quo, ya que Nomad había llegado a dominar nuestro tiempo y pensamiento. Sin embargo, algunas cosas serán nuevas y el propósito de esta carta es establecer la filosofía de nuestras nuevas operaciones. Esto le dará tiempo para pensar en sus implicaciones antes de que establezcamos la metodología en un prospecto revisado. Los cambios en el prospecto requerirán su voto y, por supuesto, en cualquier

momento, Zak y yo seremos libres de responder cualquier pregunta que pueda tener y nuestros datos de contacto se encuentran al final de esta carta.

Entre nosotros, Zak y yo hemos pasado dieciséis años felices en Marathon. Fue una educación excelente y, en muchos aspectos importantes, trabajar con Jeremy nos ha convertido en los inversores que somos hoy. Todos seguimos unidos y, de hecho, asistimos juntos a la Junta General de Accionistas de Berkshire Hathaway la semana pasada. Quizás sea indicativo de la amistad y el pensamiento no consensuado y original que es típico de Marathon que se haya propuesto un arreglo amistoso y de sentido común, como el giro de Nomad. Pocas instituciones se comportarían tan bien.

Zak y yo solo podremos administrar Nomad una vez que tengamos la autorización de la FSA para operar como una compañía administradora de fondos regulada. Se espera que este proceso, en gran parte administrativo, lleve al menos tres meses y, junto con la duración restante de nuestra

contratos de trabajo (hasta junio 30 °) significa que, en lo más pronto posible, estaremos en condiciones de ejecutar nómada desde principios de julio. Mientras tanto, Jeremy estará a cargo y se comunicará con Zak y conmigo cuando sea apropiado. Durante los próximos dos meses estaremos estableciendo una oficina algo modesta (¡parece que la sede galáctica probablemente estará encima de una tienda y frente a un restaurante chino en el oeste de Londres!), Y configuraremos los sistemas de contabilidad, legales y de TI necesarios. Habrá tiempo para la investigación, y Jeremy ha tenido la amabilidad de enviar una formidable pila de informes anuales. Por lo tanto, Nomad está siendo atendido mientras tanto.

99

Nuestra nueva compañía se llamará Sleep, Zakaria and Company, Limited (pegadiza) y administraremos un fondo, Nomad Investment Partnership. Espero que esta afirmación sea tan cierta dentro de veinte años como lo es hoy: Zak y yo no estamos en el negocio de la diversificación de productos. De hecho, realmente no vemos a la nueva empresa como un negocio de la manera habitual: por ejemplo, hemos pedido a nuestros abogados que estructuran el acuerdo para que Zak y yo no podamos vender Nomad a otro administrador de fondos; de esa manera, usted no lo hará. ¡Despiértese con otra persona administrando su dinero mientras su gerente toma un avión a Hawai! Puedes despedirnos, pero no te venderemos. Quizás una explicación de nuestra escala de tarifas propuesta aclare nuestra orientación.

Nomad Investment Partnership actualmente cobra una tarifa de gestión de 10 puntos básicos por año, un impuesto que se apoya en cierta medida en la infraestructura existente en Marathon y que es insuficiente para mantener una operación independiente. Por lo tanto, nos gustaría proponer una nueva tarifa de administración que reembolsará a la compañía operadora (Sleep, Zakaria and Company, Limited) los costos incurridos en el funcionamiento de la operación (salario, alquiler, contabilidad, investigación, legal, etc.). Estimamos que esto será entre el 0,7% y el 1% de la Asociación por año en su tamaño actual, y limitaremos el reembolso al 1% del NAV y financiaremos cualquier déficit de su bolsillo si es necesario. Filosóficamente, nuestra posición es que la comisión de gestión no debería ser un centro de beneficios (aunque es prudente un pequeño excedente flotante). Esto no es un cheque en blanco: Zak y yo tomaremos un recorte

salarial para ejecutar Nomad, y un recorte de la remuneración total que cuestiona nuestra cordura, pero como he dicho, este no es un negocio tradicional. A medida que la Asociación crece en tamaño, la tarifa de administración disminuirá como porcentaje de los activos y, de esa manera, todos los inversionistas comparten la economía de escala natural de la operación.

La tarifa de rendimiento también debe abordarse, ya que existe una incoherencia entre las inversiones multianuales, la orientación multianual de los inversores y un pago anual para el administrador. La tarifa de desempeño debe calcularse apropiadamente para el trabajo, estar en riesgo de un desempeño deficiente posterior y reflejar el costo de capital. Por lo tanto, propondremos que se mantenga el costo de capital existente del seis por ciento (con tasas aproximadas de los bonos a cinco años) y que la comisión de rendimiento se difiera y esté sujeta a reembolso en caso de un rendimiento inferior posterior. Hay varias formas de lograr esto, la más fácil de las cuales puede ser depositar las tarifas de desempeño, y que el banco nos cobre las tarifas si el desempeño sigue siendo razonable, o le devolveremos los reembolsos en la medida en que no podamos mantener nuestra ventaja. . Una forma en que nuestra ventaja puede verse comprometida es si el tamaño se convierte en un lastre significativo para el rendimiento, como dije en la última carta a los inversores, “ *nuestra capacidad para expandirnos y contraernos será una herramienta importante en algún momento de los próximos veinte años. Lo garantizo...*”. Nuestra intención es que “*el autobús esté siempre funcionando a toda velocidad con el número de pasajeros optimizado para mantener la velocidad máxima*”, por lo que también tomaremos poderes para devolverle dinero en efectivo si encontramos que el conjunto de oportunidades es pequeño. No espero que le devolvamos tanto dinero en efectivo, y estaría encantado si no lo hiciéramos, pero parece una tontería partir sin la capacidad para hacerlo. Una vez más, el prospecto se desarrollará.

La filosofía y metodología de inversión no se modificará. Todo lo que cambia es que Zak y yo dedicaremos el cien por ciento de nuestro tiempo a Nomad, en lugar de algo menos del cien por ciento, y que el cien por ciento de nuestras inversiones personales estarán en Nomad, en lugar de algo menos de cien. por ciento. De lo contrario, todo seguirá como de costumbre y no habrá cambios en nuestro administrador de fondos (Daiwa Securities Trust and Banking en Irlanda) o auditor (Ernst and Young).

Zak y yo estamos encantados de que Marathon nos haya permitido seguir ejecutando Nomad; es un

100

gesto generoso de su parte. Estamos orgullosos de lo que hemos logrado en Nomad (así como en Marathon) pero no importa cuán noble sea el gesto de Marathon, no significará nada si no lo respaldas. Mantener a los inversores existentes siempre ha sido más importante para nosotros que adquirir nuevos, y esta transición solo será un éxito si lo logra. Por lo tanto, lo animo a leer la Colección de cartas para socios que se le envió en enero (Amanda Joss [ajoss@marathon.co.uk](mailto:ajoss@marathon.co.uk) puede ayudarlo con las reimpressiones) y el prospecto que recibirá en breve. Y si algo no está claro, Zak y yo esperamos su llamada. También puede ponerse en contacto con Karl McEneff o Martin Byrne, que son los directores independientes de Nomad Investment Company y Marathon (Cayman), que es el socio general de Nomad Investment Partnership. Karl y Martin son un consejo magnífico y se preocupan por sus mejores intereses.

Zak y yo estamos felices con los nuevos arreglos. Esperamos que usted también lo esté.

Atentamente

Nicholas Sleep

Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall  
Londres  
Inglaterra  
SW3 3SR

T: +44 (0) 20 7101 1960

F: +44 (0) 20 7101 1965

## Asociación de inversión nómada

### Carta anual

Para el período terminado en diciembre 31 de <sup>st</sup>, 2006

Al 31 de diciembre de 2006	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice (neto) US \$</u>
Un año*	+ 13,6%	+ 20,1%
Dos años	+24,1	+31,5
Tres años	+51,3	+51,5
Cuatro años	+171,8	+103,0
Cinco años	+175,3	+63,8
Desde el inicio (septiembre 10 ° 2001)	+203,2	+70,2
Anualizado desde el inicio		
Antes de comisiones por desempeño	+ 23,2%	+ 10,6%
Después de las comisiones por desempeño	+20,4	

Las cifras anteriores no están auditadas y se presentan de forma acumulativa (después de los honorarios de gestión, el costo de funcionamiento de la Asociación, incluidos los honorarios de custodio, auditor y administrador, pero antes de los honorarios de desempeño). A continuación, se presentan los mismos resultados en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, la tabla superior es la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

Al 31 de diciembre de 2006:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice (neto) US \$</u>
2006	+ 13,6%	+ 20,1%
2005	+9,2	+9,5
2004	+22,0	+15,2
2003	+79,6	+34,0
2002	+1,3	-19,3
2001 (inicio Sept 10 ° 2001)	+10,1	+3,9

### El punto de referencia

2006 fue un gran año para Zak y para mí en todos los aspectos, salvo uno: Nomad se separó con éxito de su alma mater, la nueva tarifa de desempeño reembolsable y las tarifas de gestión de reembolso de costos fueron aceptadas (¡quizás como era de esperar!) Por Partners \*\*, y parece que, En términos generales, para tener todos los sistemas que necesitamos para operar una función de inversión efectiva



establecida en la sede galáctica en Burnsall Street. Aun así, el rendimiento, ciertamente en relación con una alternativa presentada por el índice descrito anteriormente, fue regular. Muy bien en términos absolutos, y tal vez razonable a medida que avanzamos, pero me temo que en 2006 le habría ido mejor comprando un fondo indexado (¿si supiéramos cuál comprar de antemano?)

Entonces, no hay confusión: el índice no es nuestro punto de referencia. Zak y yo no dedicamos tiempo a pensar en el índice (de hecho, no estábamos al tanto del rendimiento del índice hasta que me puse a escribir esta carta) y su inclusión en la parte superior de esta carta refleja nuestra génesis en una empresa de inversión relativa al índice más de nuestra orientación. Si comenzamos Nomad nuevamente hoy, no estoy seguro de que presentemos los resultados de esta manera pero, sea como sea, dejaremos el índice en la parte superior de esta carta por ahora, ya que para algunos socios puede ser útil colocar nuestros resultados en contexto.

Zak y yo hemos sido testigos de que muchos inversores toman decisiones de inversión terribles al pensar a través del índice. El error más común es ver el índice (¿cualquier índice?) Como una “casa” libre de riesgos. El hecho de que esta disposición aún exista después de las burbujas de índices irracionales que precedieron a la crisis asiática y al colapso de la tecnología puede ser testimonio de la solidez de las habilidades de marketing del sistema financiero. Una vez que se considera que el índice está libre de riesgos, los errores que siguen caen en cascada e incluyen: el requisito de tener una opinión sobre todo lo que está dentro del índice, independientemente del círculo de competencia de uno, la falta de voluntad para invertir en otras oportunidades mejores y la diversificación excesiva. Estos tres errores destruyen mucho capital. Nos encontramos con el informe de un gerente de país que afirmaba que, aunque su país lo había hecho mal, había demostrado ser valioso como un "diversificador de cartera" en un fondo global: ¡Muchas cejas fruncidas en las últimas semanas para averiguar qué significa eso! Aun así, los fondos relativos indexados son la norma de la industria porque venden. Y venden porque el cliente no confía a su gerente las llaves del Ferrari. Es un pacto fáustico espantoso.

Caminamos por el camino menos transitado cuando argumentamos que el índice no está libre de riesgos, es uno, entre muchos, conjuntos de oportunidades. Este año ese conjunto de oportunidades nos venció. Puede que vuelva a hacerlo el año que viene. Y el año después de eso. Todos deberíamos estar preparados para esa posibilidad y estoicos ante su ocurrencia. Una mente racional comprende que lo importante es el destino, y si tenemos alguna habilidad para elegir acciones (¡por favor, no hay respuestas en una tarjeta postal!), Entonces, mientras que los rendimientos anuales pueden rebotar, nuestro destino estará un poco por delante de El índice. Zak y yo no tenemos envidia de la rentabilidad de los índices y le animamos a que tampoco lo haga. Vemos nuestro objetivo como mucho más personal que eso. Nuestro objetivo es un historial del que estar orgullosos, deseamos lograr algo significativo y, para ello, nuestro objetivo es obtener rendimientos, con el tiempo, a la par con los inversores que admiramos mucho (Ruane, Tweedy, Klarman, Whitman, Hawkins, Miller, Schloss, Berkowitz). De ninguna manera garantizamos la rentabilidad, pero si podemos acercarnos a sus resultados, con el tiempo también superaremos el índice.

El quinto aniversario del inicio de Nomad se produjo en septiembre de 2006 y representa un hito adecuado para evaluar el viaje hasta el momento. Unas semanas después del aniversario, el precio de la acción subió hasta los U \$ 3000 (antes de las comisiones por desempeño) y esto significa que se necesitaron poco más de cinco años para triplicar el dólar invertido originalmente. (Por lo general, cotizamos el rendimiento antes de las tarifas

de rendimiento. Hacemos esto porque muchos socios tienen diferentes fechas de suscripción y, debido al obstáculo de rendimiento del 6% utilizado para calcular las tarifas, por lo tanto, tendrán varias experiencias de tarifas netas de rendimiento. -precio de la acción por comisión de rendimiento fue de U \$ 2680 al cierre del ejercicio). El compuesto del 23% por año durante cinco años en un mundo con una tasa de interés del 5% está quizás por delante de lo que podríamos considerar un rendimiento normal y, como hemos dicho en el pasado, refleja la oportunidad establecida en los primeros días.

103

Hay dos razones para nuestro desempeño relativo este año: la primera es que nuestras empresas, en general, están reinvertiendo fuertemente en sus negocios en un momento en que el mercado, siguiendo el ejemplo de los compradores de capital privado, ha recompensado a las empresas con altos niveles. del flujo de caja libre actual. En segundo lugar, también es posible que la carga de trabajo única asociada con la transición de Nomad a SZ and Co, una proporción muy alta del cual fue trabajo a medida (en particular, la tarifa de desempeño reembolsable), desvió la atención del trabajo diario. Zak y yo consideramos que las distracciones no relacionadas con la inversión son el mayor riesgo para nuestra operación y estamos en ello. Amanda tiene el presupuesto que necesita para permitirnos delegar funciones, pero este proceso es nuevo para nosotros y estamos aprendiendo sobre la marcha.

En 1948, Freddie Settrington (rara vez usaba el título Lord March) organizó su primer evento de carreras de motor en la carretera perimetral del aeródromo que se encontraba en una esquina de su propiedad de Sussex. Al principio fue un asunto modesto, como deja claro el prólogo de la primera carta de la carrera:

*“Seremos bastante francos con usted desde el principio. Esta carrera es un experimento. Nosotros*

*En esta ocasión, no puedo ofrecerle un asiento en una tribuna, ni siquiera un asiento. Podrá obtener algunos refrigerios, y los altavoces harán todo lo posible para asegurarse de que escuche el número de no participantes y de los ganadores.*

*“Creemos que verá algunas carreras bastante buenas y compartimos nuestra sorpresa si el programa se mantiene al día. Pero si faltan todos los refinamientos de un estadio deportivo completamente desarrollado, confíe en nuestra palabra, aparecerán eventualmente, particularmente si tenemos algún éxito con el espectáculo hoy.*

*“Mientras tanto, han sido necesarios meses de negociaciones, solo para hacer posible la reunión de hoy. Los departamentos gubernamentales han estado involucrados, y ustedes saben lo que eso significa, pero nos hemos apegado valientemente al trabajo, y aquí estamos. Para hacer justicia a aquellos con quienes se nos ha pedido que negociemos, debemos decir que la gente del Gobierno ha sido más que útil. Los funcionarios del Ministerio de Trabajo usan cuellos y corbatas, beben y comen como usted o como yo, y fuman cigarrillos a 3 chelines y 6 peniques. un paquete. A veces, sin embargo, les va un poco mejor con gasolina.*

*“También hemos recibido una gran ayuda de los agricultores locales, que no se suscriben a la opinión de que las vacas lecheras se niegan a cruzar con la leche si están al alcance del oído de un coche de carreras.*

*“Naturalmente, en el JCC estamos más que complacidos de organizar nuestra primera carrera en Inglaterra desde la guerra. Como alguien dijo el otro día, tenemos un poco de suerte de tener un presidente con un aeródromo en su jardín trasero, pero es mejor nacer con suerte que tener que pagar 19 chelines. 6d. en £. ”*

Hoy en día, Goodwood Revival es un evento de automovilismo único y de clase mundial. En el último año también hemos pasado una buena cantidad de tiempo con los burócratas y, como Freddie, a veces nos habría costado ofrecerle un asiento (el equipamiento de la oficina sigue retumbando). Pero, con el tiempo, nuestro objetivo es producir algo de lo que todos podamos estar orgullosos y esperamos que en Nomad también veas algunas carreras bastante buenas.

#### Una descripción general de la asociación.

La buena inversión es un deporte minoritario, lo que significa que para obtener rendimientos mejores que los demás, debemos hacer las cosas de manera diferente a la multitud. Y una de las cosas

104

la multitud no es, es paciente. Los lectores de nuestras cartas (debe haber algunas) pueden estar familiarizados con la noción de la curva de rendimiento de las acciones, y nuestros pensamientos se cubrieron en una entrevista para el Outstanding Investor Digest (reimpresiones disponibles a pedido, pregúntele a Amanda) hace unos años. (En resumen, la curva de rendimiento de las acciones es un concepto que sostiene que la paciencia tiene un valor y que los rendimientos aumentan con el tiempo en el mercado de acciones como lo hacen en una curva de rendimiento del mercado de bonos normal). En el mercado de bonos, el rendimiento más alto sirve para compensar el aumento del riesgo de que no se reembolse el principal o de que la inflación lo devalúe. No es así como funciona en el mercado de valores: en nuestra opinión, los resultados comerciales pueden ser más predecibles dentro de varios años que en el corto plazo. Por ejemplo, no tenemos idea de dónde terminará el mercado este año, pero dadas las estrategias corporativas, la asignación de capital y las valoraciones iniciales, creo que tenemos una idea de cómo evolucionarán nuestras empresas en los próximos años. En otras palabras (en este punto, los estudiantes de economía pueden querer taparse los oídos), el rendimiento de la inversión en acciones puede incrementarse y reducirse con el tiempo.

Puede haber un punto ciego en la academia, ya que la metodología abrumadora para la investigación en economía ha sido tomar observaciones en períodos cortos de tiempo, como si la causa y el efecto se superpusieran. Los hábitos pueden tardar años en formarse. Nos preguntamos, ¿qué tendrían que decir los académicos sobre el programa publicitario de un siglo de Coca-Cola y el eventual establecimiento de la marca más valiosa del mundo?

Es interesante para nosotros que el desempeño de Nomad por cosecha sea evidencia de la curva de rendimiento de las acciones. Tome la cartera actual: las acciones mantenidas durante más de cuatro años tienen *rendimientos anualizados* superiores en comparación con las mantenidas entre tres y cuatro años, que tienen *rendimientos anualizados* más altos en comparación con las que se mantienen durante dos o tres años, y así sucesivamente hasta las acciones compradas el año pasado. que son un asunto bastante heterogéneo y contienen varias pérdidas. Los números están sesgados por el sesgo de supervivencia (sin Consec), pero excluyen las acciones vendidas

que han seguido funcionando bien (¡en particular Stagecoach, que ha aumentado desde que lo vendimos!). También existe un sesgo en el conjunto de oportunidades en estos números ('02 puede ser un mejor año para hacer nuevas inversiones que '06) pero aún así, la pendiente de la curva (más de 1000 puntos básicos por año) es motivo de optimismo, como implica. la paciencia es recompensada. Es de cierto interés que, en promedio y ponderadas por el tamaño de la participación, las inversiones en la Asociación tienen hoy algo más de un año. En otras palabras, Nomad es una cartera joven, quizás una quinta parte de su esperanza de vida normal. La competencia es tan grande que tenemos poca ventaja en el extremo corto de la curva de rendimiento de las acciones (después de todo, el período de tenencia promedio de los fondos mutuos de EE. UU. Es menos de un año), por lo que uno podría esperar que los rendimientos actuales sean regulares. Sin embargo, si el pasado es nuestra guía y a medida que la cartera madura, es posible que sus mejores años aún estén por venir.

¿Cómo sabemos que estamos adoptando un punto de vista diferente al de la multitud? Se puede obtener una pista del período en el que otros inversores suelen poseer las acciones de las empresas de la Asociación. Si se excluyen Berkshire Hathaway (EE. UU.), Jardine Matheson (Hong Kong) y Next Media (también Hong Kong) (estas empresas están en una clase propia debido a la falta de liquidez de las acciones o la educación de los inversores), entonces otros inversores tienen acciones en nuestra cartera. durante una media de veinte semanas. ¡Esperamos poseer acciones durante unas doscientas sesenta semanas! ¿Entonces qué está pasando? Nos parece que la mayoría de los inversores ven los resultados contables de una empresa (los datos financieros informados) como una guía para los movimientos de precios a corto plazo y juegan el mercado en consecuencia. Como se indica en la sección de objetivos de inversión del prospecto de Nomad, nuestro objetivo es "*transferir la custodia (de su inversión) al precio correcto ya las personas adecuadas*". Eso es invertir. Zak y yo nos concentramos en una realidad más profunda: los aportes al valor futuro se mueven. Nuestros pares están negociando acciones en el extremo corto de la curva de rendimiento de las acciones donde la competencia

105

es el mejor, y estamos invirtiendo a largo plazo donde la competencia es menor. Respondemos a estímulos completamente diferentes.

Tomemos, por ejemplo, la controversia actual en Amazon.com. El año pasado, la compañía reportó un flujo de caja libre de poco más de U \$ 500 millones, de hecho, ha estado alrededor de este número durante los últimos años. Lo importante es que, después de todo, los U \$ 500 millones son gastos de inversión en iniciativas de crecimiento, como gastos de capital, pero también investigación y desarrollo, subsidio de envío, marketing y publicidad y devoluciones de precios. La empresa ha estado invirtiendo en estos elementos hoy para hacer crecer el negocio en el futuro, de modo que el flujo de efectivo libre en los próximos años sea significativamente mayor de lo que sería de otra manera. Según nuestras estimaciones, estas inversiones discrecionales, además de las necesarias para mantener el negocio, están en la región de otros 500 millones de dólares estadounidenses, excluyendo las devoluciones de precios. Esta es nuestra evaluación subjetiva del gasto de inversión discrecional e implica que la gerencia podría, si así lo desea, cancelar el gasto de crecimiento discrecional y, en cambio, devolver alrededor de 800 millones de dólares anuales a los inversores después de impuestos. Una operación que pudiera producir flujo de caja sobre esa base podría tener un valor de U \$ 10 mil millones aproximadamente y, junto con los otros activos de Amazon, implicaría un precio de la acción de alrededor de U \$ 26. Al valorar el negocio a estos precios, como ocurrió el verano pasado, los inversores le están diciendo a la gerencia de Amazon "su gasto de crecimiento no tiene valor, ¡también

puede convertirse en una fuente de ingresos"! Esta es una declaración extraña para una empresa que genera ingresos que superan el veinte por ciento anual.

¿Cómo deberíamos pensar en las devoluciones de precios? Esto es lo que Jeff Bezos, fundador de Amazon, dijo en el informe anual del año pasado:

*“Como saben nuestros accionistas, hemos tomado la decisión de reducir los precios de manera continua y significativa para los clientes año tras año a medida que nuestra eficiencia y escala lo hacen posible. Este es un ejemplo de una decisión muy importante que no se puede tomar de forma matemática. De hecho, cuando bajamos los precios, vamos en contra de las matemáticas que podemos hacer, que siempre dicen que lo inteligente es subir los precios. Disponemos de datos importantes relacionados con la elasticidad precio. Con bastante precisión, podemos predecir que una reducción de precio de un cierto porcentaje resultará en un aumento en las unidades vendidas de un cierto porcentaje. Con raras excepciones, el aumento de volumen a corto plazo nunca es suficiente para pagar la caída del precio. Sin embargo, nuestra comprensión cuantitativa de la elasticidad es a corto plazo. Podemos estimar lo que hará una reducción de precio esta semana y este trimestre. Pero no podemos estimar numéricamente el efecto que la reducción constante de precios tendrá en nuestro negocio durante cinco o diez años. Nuestro juicio es que devolver implacablemente mejoras de eficiencia y economías de escala a los clientes en forma de precios más bajos crea un círculo virtuoso que conduce a largo plazo a una cantidad mucho mayor en dólares de flujo de caja libre y, por lo tanto, a un Amazon mucho más valioso. Hemos hecho juicios similares sobre Free Super Saver Shipping y Amazon Prime, los cuales son costosos a corto plazo y, creemos, importantes y valiosos a largo plazo ”.*

Este es un resumen del modelo compartido de eficiencias de escala que tratamos con cierto detalle en nuestro análisis de Costco (Nomad Letter to Investors, diciembre de 2004, solicite reimpresiones a Amanda) y lo implementan empresas que ahora dominan Nomad: Costco, Dell, Amazon y Berkshire (Geico, Nebraska Furniture Mart). La controversia está en las primeras cuatro palabras " *Como saben nuestros accionistas* ", a juzgar por el volumen de acciones, ¡no es así! Y esa es la oportunidad. Si el precio de la acción lo fijan aquellos que están atentos al siguiente punto de datos, entonces no pueden también estar atentos al valor a largo plazo. Hay pocos comerciantes que no estén de acuerdo con

106

El proceso de creación de valor de Bezos, pero no creen que aparezca en los números todavía. Y si solo posee acciones durante un mes o dos, puede salirse con la suya en varias operaciones antes de que el éxito de Amazon sea evidente. En resumen, los comerciantes tienen muchas pequeñas ideas y nosotros tenemos una gran idea. Buena suerte para ellos. Recoger centavos frente a un monstruo no es simplemente cómo nos comportamos.

Tenga en cuenta también que la decisión de reducir el flujo de caja libre este año compartiendo los beneficios de la escala con los clientes a través de devoluciones de precios se basa en un juicio subjetivo de los rendimientos futuros y su momento. No es una ecuación estrictamente matemática y no hay garantía de que el gasto de inversión siempre funcione. Bezos de nuevo:

*“ Las decisiones basadas en matemáticas requieren un amplio consenso, mientras que las decisiones basadas en juicios se debaten correctamente y, a menudo, son controvertidas, al menos hasta que se ponen en práctica y se demuestran.*

*Cualquier institución que no esté dispuesta a soportar una controversia debe limitarse a tomar decisiones del primer tipo. En nuestra opinión, hacerlo no solo limitaría la controversia, sino que también limitaría significativamente la innovación y la creación de valor a largo plazo ”. Amén.*

Creo que Bezos administraría un buen fondo de inversión: pero ese es el punto, una buena inversión y buenas decisiones comerciales son sinónimos. Bezos no controla el momento de la recuperación de la inversión, al igual que nosotros no controlamos el momento de la actuación de Nomad, pero, a nuestro juicio, el ensanchamiento constante del foso que rodea a Amazon determina en gran medida si nuestra inversión será un éxito. Ahora debemos tener paciencia para esperar.

Hoy en día, Nomad está casi completamente invertido y notablemente concentrado: las cinco mayores participaciones representan la mitad de la cartera y las diez principales alrededor de las tres cuartas partes. La cola de una veintena de otras explotaciones incluye cestas (como Zimbabwe), varios cambios en dificultades y ratas y ratones de los primeros días. Es probable que la polaridad de la cartera, con varias participaciones grandes, simples y de alta convicción, y una cola de ideas más complicadas y menos ciertas (pero que pueden tener más ventajas) sea una característica de Nomad durante algún tiempo. Existe una concentración notable en las acciones estadounidenses, un factor que también contribuyó al rendimiento relativo el año pasado, mientras que hay algunas inversiones británicas interesantes en las que podemos tener cierta influencia en el desarrollo empresarial. La relación precio / valor de la Asociación en su conjunto se encuentra en los 60 centavos superiores por dólar, habiendo aumentado desde los 60 bajos en octubre.

¿Por qué los problemas quedan sin resolver? Porque caen a través de disciplinas

Si bien Zak y yo estamos encantados con la duplicación del valor de las acciones de Nomad entre 2001 y 2004, esto sería en vano si se hubieran devuelto los rendimientos en los últimos dos años. Tal como está, hemos podido reinvertir la cartera en nuevas oportunidades y el fondo ha continuado su ascenso. Hay varios fondos que, en los últimos años, han creado una trayectoria similar a la nuestra invirtiendo en países específicos (Rusia, India, Egipto, etc.) o sectores (oro, petróleo, materias primas). Los inversores con participaciones en los campos enumerados anteriormente deben ser conscientes de que a los fondos con un enfoque más limitado les resultará difícil mantener su rendimiento si el mercado alcista en sus campos comienza a fallar.

Lo que estamos diciendo es que debido a que tantos administradores de fondos están limitados por sus mandatos, debería existir un exceso de rendimiento para los que no tienen restricciones. El administrador de fondos de tecnología del cambio de milenio no podría invertir en Stagecoach (un operador de autobuses) incluso si hubiera querido. Por esta razón, nos parece que el boom del capital privado implica más que solo tipos de interés bajos.

En un mundo en el que la gestión de fondos tradicional está dividida en compartimentos por atributos como geografía, sectores, estilos de inversión (valor, crecimiento, garp, impulso), errores de seguimiento, estado beta, cotizado o no cotizado, (mantente alerta) capital o

deuda, quiebra o solvencia, entonces aquellos con poderes más amplios, como el capital privado, y de hecho Nomad, deberían tener una ventaja sobre los titulares limitados. Woody Allen una vez bromeó que ser bisexual duplicaba las posibilidades de una cita el sábado por la noche, curiosamente ese principio también se aplica a la inversión.

Los sistemas basados en reglas siempre contribuyen al no pensar de la sociedad, pero no son tanto los mandatos los que son la fuente de riesgo para los inversores en fondos limitados. Es la actitud de los no pensadores que manejan los fondos lo que es tan destructivo. El siguiente extracto tomado de la Carta Nomad a los Accionistas de diciembre de 2003 resume nuestras opiniones:

*“La oferta de Weetabix es solo una de las muchas privatizaciones de empresas baratas, de pequeña y mediana capitalización en el Reino Unido. Los accionistas institucionales han abandonado estas empresas en favor de las megacapitalizaciones, y la base de accionistas queda dominada por uno o dos intereses internos y una cola de pequeños propietarios. Nuestra opinión es que el descuento al que se negocian las acciones en*

*el mercado es un activo que debe aprovecharse en beneficio de todos los accionistas mediante la recompra de acciones. Pero siendo la naturaleza humana como es, los iniciados se verán incentivados por la baja valoración a comprar las acciones por sí mismos. Un esquema de arreglo es el método más despiadado de hacer valer la voluntad de una de las partes sobre una base de accionistas fragmentada y no profesional y, junto con aceptaciones irrevocables, permite que las ofertas de adquisición se presenten como un hecho consumado a los accionistas. Tenga en cuenta: las malas prácticas se propagan. A pesar de esto, y de la ocurrencia casi diaria de propuestas de privatización en el Reino Unido, casi no ha habido críticas por parte de los accionistas, las autoridades o los medios de comunicación. En ninguna otra esfera del capitalismo se puede incautar su propiedad a cambio de centavos de dólar (excepto la compra obligatoria por motivos de interés nacional). Pero los administradores de fondos, que en su capacidad privada se sentirían insultados si alguien ofreciera menos de lo que valía su casa, felizmente venden acciones en su capacidad profesional a precios reducidos a compradores inteligentes. Y nadie llora mal”.*

Los administradores de fondos entienden lo que está sucediendo. Se trata de personas inteligentes y muy bien pagadas que podrían defender los intereses de sus clientes de forma mucho más vigorosa. Por ejemplo, podrían poseer mucho más de la empresa objetivo y bloquear la oferta. O, si el mandato se limita a invertir solo en acciones cotizadas, ¿por qué no explicar la situación a sus clientes y buscar cambiar las reglas de sus fondos para permitir la propiedad de, digamos, acciones no cotizadas? Pero ni un chillido. Muchos administradores de fondos preferirían vender sus acciones por una pequeña prima de adquisición ahora (y comercializar su rendimiento a corto plazo a nuevos inversores) mientras hacen la vista gorda ante la duplicación del valor del negocio vendido en los próximos años. Es un escándalo.

La carta de diciembre de 2003 nuevamente,

*“Si bien obtenemos ganancias de nuestra inversión en Weetabix, los accionistas deben tener cuidado con lo que desean. Antes de que las felicitaciones estén en orden, los socios deben sopesar en sus mentes las ganancias a corto plazo contra el valor perdido en el precio de oferta con descuento y el incentivo proporcionado por el éxito de la incautación de potencialmente más de lo mismo en el futuro”.*

Solo mire lo que está sucediendo en los mercados ahora: 2006 fue un año récord para los fondos de capital privado. Dado que las ofertas a menudo provienen del fondo de capital privado que opera en una empresa conjunta con

108

la administración, en nuestra opinión, se entiende mejor como uso de información privilegiada y las reglas de adquisición se utilizan como un mecanismo de compra a granel. En el Reino Unido (y algunas antiguas colonias) existe cierta protección contra el levantamiento de la billetera corporativa, ya que los disidentes (aquellos que desean no vender) no pueden ser adquiridos de forma obligatoria si poseen más del 10% de una empresa. La situación es mucho peor en muchos otros países; por ejemplo, en los Estados Unidos no existe una protección universal contra la compra obligatoria. Volviendo a la carta de diciembre de 2003:

*"¿Así que, qué debe hacerse? La mejor defensa es poseer lo suficiente de la empresa para influir en el resultado. En la mayoría de los casos [en el Reino Unido] más del 10% de las acciones en circulación*

*satisfacer. Aquellos que abogan por la liquidez de mercado de sus inversiones por encima de otras consideraciones pueden querer tener en cuenta la incapacidad de un inversor para influir en los resultados mientras posee una proporción mínima de una empresa. Si Nomad continúa creciendo en tamaño, tenemos la intención de no cometer este error "*

Con este fin, Nomad es ahora el mayor accionista de Games Workshop Plc., Un accionista importante de Jarvis Plc., Y parte del grupo disidente de Whitehead Mann Plc.

Whitehead Mann tiene una posición razonablemente arraigada como el mayor cazatalentos de los directores ejecutivos de FTSE 100 y utilizó este flujo de ingresos cíclicos para financiar la adquisición de varios competidores (¡a menudo con personas de adentro sacando dinero!). A medida que los ingresos disminuyeron, la carga de intereses abrumó el flujo de caja fallido y el precio de las acciones disminuyó de un máximo de £ 4 a alrededor de 50 peniques cuando fuimos a reunirnos con la administración por primera vez hace dos años. En ese momento, la empresa buscaba más capital en forma de quiebra evitando la emisión y colocación de derechos. Nos pareció extraño que los de adentro no estuvieran comprando acciones de la empresa junto con sus accionistas, por lo que nos negamos a participar, "seremos optimistas cuando usted sea optimista", le dijimos al director general. Aun así, el capital se recaudó a 40 peniques por acción de otros inversores y nos sentamos y observamos desde el margen. Luego, el año pasado, la compañía anunció que la administración, junto con un fondo de capital privado, estaba ofreciendo 42 peniques para comprar toda la compañía y había asegurado compromisos irrevocables de los accionistas para comprar alrededor del setenta por ciento de las acciones en circulación. En otras palabras, después de haber salvado a la empresa, a los inversores se les ofrecía una devolución de 2 peniques (cinco por ciento) por sus problemas. Y los iniciados, que habían optado por no invertir en la colocación para evitar la quiebra, ahora deseaban comprar todo lo que pudieran (a través del servicio de compras a granel), por lo que también hicimos una inversión. Hoy somos parte de un grupo de accionistas disidentes que poseen alrededor del 19% de las acciones, lo suficiente para no ser adquirido de forma obligatoria. Dado que continuaremos siendo propietarios de nuestras acciones no cotizadas, proponemos, en ausencia de más información, que las acciones se valoren en Nomad al precio de adquisición (42p) más (o menos) las ganancias acumuladas. Esperamos ver lo que la gerencia puede hacer por nosotros, ahora tienen la piel (apalancada) en el juego.

Algo de limpieza



En el apéndice de esta carta se incluye una copia del cronograma de inversiones al final del año (por favor, escóndete debajo de tu colchón) y las dos cartas que enviamos a Partners el año pasado, una que describe la filosofía de nuestra operación y la segunda la metodología de los honorarios de gestión y desempeño. Estas son cartas importantes y se reproducen aquí para su referencia.

Su primer puerto de escala con consultas sobre el rendimiento y las valoraciones debe dirigirse a Gavin Gray y su equipo en Phoenix Financial Services en Dublín, Irlanda. Puede comunicarse con ellos al +353 1 845 8161, ¡llámelos! Gavin fue uno de los pocos administradores preparados para enfrentar el desafío de nuestra tarifa de gestión de reembolso de costos no estándar y canjeable

109

Comisión de rentabilidad. Mientras que otros administradores deseaban convertir a Nomad en un cortador de galletas existente, por el mismo dinero, Phoenix administrará nuestro arreglo a medida. Con el tiempo, eso demostrará ser un ahorro considerable en las tarifas pagadas por los socios. Descubrimos que Gavin y su equipo son inteligentes y serviciales y estamos contentos de tenerlos con nosotros. Amanda Joss (+44 20 7101 1960 y [amanda@sleepzakaria.co.uk](mailto:amanda@sleepzakaria.co.uk)) puede ayudar con literatura, reimpressiones y diarios, y las instrucciones para llegar a la oficina se pueden encontrar en nuestro sitio web, un tanto casero ([www.sleepzakaria.co.uk](http://www.sleepzakaria.co.uk)). Al ver nuestro sitio web, algunos amigos, quizás con aspiraciones técnicas más altas que nosotros, preguntaron: "¿Es eso lo que quieres?" ¡Está! Dejaremos la pirotecnia web a Amazon.

Escribimos estas cartas y esperamos poder brindarle toda la información útil sobre Nomad y nosotros. Esta es la información que nos gustaría saber si estuviéramos en su posición. Nos alejamos de los informes más frecuentes que corren el riesgo del síndrome de decir algo y, en el peor de los casos, pueden proporcionar una manta de consuelo sin sentido. Cualquier seguridad psicológica que reciba de nosotros debe ser producto de nuestros intentos de ser más racionales que la multitud.

La cartera se siente fresca y joven y está saludablemente fuera de sintonía con el consenso. Muchas participaciones son empresas de carácter real e integridad de productos, en contraste con las acciones que se tenían hace unos años. Las nuevas ideas están llegando a la tolva a buen ritmo y Zak y yo no tenemos restricciones para pensar e investigar de una manera que no ha sido posible durante algún tiempo. Somos muy conscientes de que mientras nuestro registro puede ser la triplicación del precio de la acción (antes de comisiones de rendimiento), uno de cada siete socios y alrededor de setenta por ciento de los dólares invertidos en Nomad son nuevos desde septiembre 30 ° 2006. Nomad es alrededor de diez por ciento desde entonces y, en el esquema de lo que hacemos, eso apenas merece el comentario. Nos parece saludable ver que el reloj se ha reiniciado sustancialmente por el aumento de los fondos administrados, y de ninguna manera nos basamos en nuestras cifras de rendimiento. En muchos aspectos, es el primer día de nuevo.

Como siempre, es un placer dirigir la Asociación. Le agradecemos la oportunidad de hacerlo por nuestra cuenta y por su paciencia y confianza en nosotros.

Tuyo sinceramente,

Nicholas Sleep

\* Sleep, Zakaria and Company fue nombrado asesor de inversiones de Nomad Investment Partnership a partir del 12 de septiembre de 2006, en sustitución de Marathon Asset Management, que había sido asesor de inversiones de la Asociación desde su inicio. Antes de septiembre, Nicholas Sleep y Qais Zakaria eran responsables de la gestión de inversiones de Nomad mientras eran empleados de Marathon Asset Management. Los socios deben tener en cuenta que la naturaleza misma de la transición de Marathon a Sleep, Zakaria and Company significa que Zak y yo no estamos operando con la infraestructura de back office que solíamos recibir.

110

\*\* En esta carta, utilizamos el término "Socios" como un término genérico que se refiere a todos los inversores Nomad, ya sean accionistas del fondo subordinado o socios limitados de la Asociación y no, en el sentido estricto y legal de la palabra, para dar a entender la creación de una sociedad entre los accionistas del fondo alimentador, Nomad y / o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

## Apéndice II

Como ya sabrá, Zak y yo dejamos recientemente Marathon para administrar Nomad Investment Partnership a tiempo completo. En algunos aspectos, esto no representa un gran cambio con respecto al status quo, ya que Nomad había llegado a dominar nuestro tiempo y pensamiento. Sin embargo, algunas cosas serán nuevas y el propósito de esta carta es establecer la filosofía de nuestras nuevas operaciones. Esto le dará tiempo para pensar en sus implicaciones antes de que establezcamos la metodología en un prospecto revisado. Los cambios en el prospecto requerirán su voto y, por supuesto, en cualquier momento, Zak y yo seremos libres de responder cualquier pregunta que pueda tener y nuestros datos de contacto se encuentran al final de esta carta.

Entre nosotros, Zak y yo hemos pasado dieciséis años felices en Marathon. Fue una educación excelente y, en muchos aspectos importantes, trabajar con Jeremy nos ha convertido en los inversores que somos hoy. Todos seguimos unidos y, de hecho, asistimos juntos a la Junta General de Accionistas de Berkshire Hathaway la semana pasada. Quizás sea indicativo de la amistad y el pensamiento no consensuado y original que es típico de Marathon que se haya propuesto un arreglo amistoso y de sentido común, como el giro de Nomad. Pocas instituciones se comportarían tan bien.

Zak y yo solo podremos administrar Nomad una vez que tengamos la autorización de la FSA para operar como una compañía administradora de fondos regulada. Se espera que este proceso en gran medida administrativa que tomar al menos tres meses y junto con la duración restante de los contratos de trabajo (el 30 de junio °) significa que, en lo más pronto posible, estaremos en condiciones de ejecutar nómada desde principios de julio. Mientras tanto, Jeremy estará a cargo y se comunicará con Zak y conmigo cuando sea apropiado. Durante los próximos dos meses estaremos estableciendo una oficina algo modesta (¡parece que la sede galáctica probablemente estará encima de una tienda y frente a un restaurante chino en el oeste de Londres!), Y configuraremos los sistemas de contabilidad, legales y de TI necesarios. Habrá tiempo para la investigación, y Jeremy ha tenido la amabilidad de enviar una formidable pila de informes anuales. Por lo tanto, Nomad está siendo atendido mientras tanto.

Nuestra nueva compañía se llamará Sleep, Zakaria and Company, Limited (pegadiza) y administraremos un fondo, Nomad Investment Partnership. Espero que esta afirmación sea tan cierta dentro de veinte años como lo es hoy: Zak y yo no estamos en el negocio de la diversificación de productos. De hecho, realmente no vemos a la nueva empresa como un negocio de la manera habitual: por ejemplo, hemos pedido a nuestros abogados que estructuran el acuerdo para que Zak y yo no podamos vender Nomad a otro administrador de fondos; de esa manera, usted no lo hará. ¡Despiértese con otra persona administrando su dinero mientras su gerente toma un avión a Hawai! Puedes despedirnos, pero no te venderemos. Quizás una explicación de nuestra escala de tarifas propuesta aclare nuestra orientación.

Nomad Investment Partnership actualmente cobra una tarifa de gestión de 10 puntos básicos por año, un impuesto que se apoya en cierta medida en la infraestructura existente en Marathon y que es insuficiente para mantener una operación independiente. Por lo tanto, nos gustaría proponer una nueva tarifa de administración que reembolsará a la compañía operadora (Sleep, Zakaria and Company, Limited) los costos incurridos en el funcionamiento de la operación (salario, alquiler, contabilidad, investigación, legal, etc.). Estimamos que esto será entre el 0,7% y el 1% de la Asociación por año en

111

su tamaño actual, y limitaremos el reembolso al 1% del NAV y financiaremos cualquier déficit de su bolsillo si es necesario. Filosóficamente, nuestra posición es que la comisión de gestión no debería ser un centro de beneficios (aunque es prudente un pequeño excedente flotante). Esto no es un cheque en blanco: Zak y yo tomaremos un recorte salarial para ejecutar Nomad, y un recorte de la remuneración total que cuestiona nuestra cordura, pero como he dicho, este no es un negocio tradicional. A medida que la Asociación crece en tamaño, la tarifa de administración disminuirá como porcentaje de los activos y, de esa manera, todos los inversionistas comparten la economía de escala natural de la operación.

La tarifa de rendimiento también debe abordarse, ya que existe una incoherencia entre las inversiones multianuales, la orientación multianual de los inversores y un pago anual para el administrador. La tarifa de desempeño debe calcularse apropiadamente para el trabajo, estar en riesgo de un desempeño deficiente posterior y reflejar el costo de capital. Por lo tanto, propondremos que se mantenga el costo de capital existente del seis por ciento (con tasas aproximadas de los bonos a cinco años) y que la comisión de rendimiento se difiera y esté sujeta a reembolso en caso de un rendimiento inferior posterior. Hay varias formas de lograr esto, la más fácil de las cuales puede ser depositar las tarifas de desempeño, y que el banco nos cobre las tarifas si el desempeño sigue siendo razonable, o le devolveremos los

reembolsos en la medida en que no podamos mantener nuestra ventaja. . Una forma en que nuestra ventaja puede verse comprometida es si el tamaño se convierte en un lastre significativo para el rendimiento, como dije en la última carta a los inversores, “ *nuestra capacidad para expandirnos y contraernos será una herramienta importante en algún momento de los próximos veinte años. Lo garantizo...*”. Nuestra intención es que “*el autobús esté siempre funcionando a toda velocidad con el número de pasajeros optimizado para mantener la velocidad máxima*”, por lo que también tomaremos poderes para devolverle dinero en efectivo si encontramos que el conjunto de oportunidades es pequeño. No espero que le devolvamos tanto dinero en efectivo, y estaría encantado si no lo hiciéramos, pero parece una tontería partir sin la capacidad para hacerlo. Una vez más, el prospecto se desarrollará.

La filosofía y metodología de inversión no se modificará. Todo lo que cambia es que Zak y yo dedicaremos el cien por ciento de nuestro tiempo a Nomad, en lugar de algo menos del cien por ciento, y que el cien por ciento de nuestras inversiones personales estarán en Nomad, en lugar de algo menos de cien. por ciento. De lo contrario, todo seguirá como de costumbre y no habrá cambios en nuestro administrador de fondos (Daiwa Securities Trust and Banking en Irlanda) o auditor (Ernst and Young).

Zak y yo estamos encantados de que Marathon nos haya permitido seguir ejecutando Nomad; es un gesto generoso de su parte. Estamos orgullosos de lo que hemos logrado en Nomad (así como en Marathon) pero no importa cuán noble sea el gesto de Marathon, no significará nada si no lo respaldas. Mantener a los inversores existentes siempre ha sido más importante para nosotros que adquirir nuevos, y esta transición solo será un éxito si lo logra. Por lo tanto, lo animo a leer la Colección de cartas para socios que se le envió en enero (Amanda Joss [ajoss@marathon.co.uk](mailto:ajoss@marathon.co.uk) puede ayudarlo con las reimpresiones) y el prospecto que recibirá en breve. Y si algo no está claro, Zak y yo esperamos su llamada. También puede ponerse en contacto con Karl McEneff o Martin Byrne, que son los directores independientes de Nomad Investment Company y Marathon (Cayman), que es el socio general de Nomad Investment Partnership. Karl y Martin son un consejo magnífico y se preocupan por sus mejores intereses.

Zak y yo estamos felices con los nuevos arreglos. Esperamos que usted también lo esté.

Atentamente

Nicholas Sleep

112

### Apéndice III

Desde la última vez que Nick le escribió en julio, él y yo hemos estado ocupados poniendo puntos en innumerables i y cruzando innumerables t, lo que nos permite presentarle los cambios que nos gustaría hacer en los arreglos de tarifas y la estructura de Nomad ahora que su administración se transferirá a nuestra empresa, Sleep, Zakaria & Co. Ltd (SZ & Co). Los cambios se convertirán en parte del nuevo acuerdo de asociación de Nomad Investment Partnership (NIP) y es nuestra intención, siguiendo

el traspaso de Maratón en el 12° de septiembre para poner estos cambios antes de que los socios del PNI en busca de su aprobación. El socio más grande es, por supuesto, la propia Nomad Investment Company (NIC) y es por eso que la junta de NIC le escribe para solicitar su autorización para votar a favor de los cambios en el acuerdo de asociación de NIP. ¡Es

parte integral de la locura que impregna el mundo de las inversiones que no hay ningún requisito de que busquen su voto! Pero todos (Nick y yo, así como Martin Byrne y Karl McEneff, los dos directores independientes de su empresa) creemos que es totalmente apropiado que sus opiniones cuenten. Después de todo, te proponemos cambiar el contrato que tienes con nosotros, la base sobre la que se nos confía invertir tu dinero. Nick, Martin, Karl y yo estamos felices y disponibles para responder cualquier pregunta que tenga.

### Los cambios

Primero, ¿por qué hacer estos cambios y por qué ahora? Nomad se moverá desde debajo de las alas de

Maratón a nuestra empresa en el 12 ° de septiembre de permitir que Nick y yo la libertad de poner en práctica nuestra filosofía para minimizar en lo posible el conflicto entre el principal y el agente. Esto es más fácil dicho que hecho. Es desconcertante cuán invasivo se ha vuelto el conflicto en el campo de la administración de inversiones (los estudiantes de Jack Bogle no necesitarán recordárselo) y, como era de esperar, el dinero está en la raíz de este mal en particular. Así que el "trabajo uno" para Nick y para mí es establecer una estructura de honorarios equitativa que refleje nuestro deseo de que los socios (los directores) y Nick y yo (los agentes) podamos sentarnos a la mesa en veinte años con ambas partes sintiendo que la relación ha terminado. simétrico y justo. Claramente, esta forma simétrica no tiene relación con lo que ahora se considera la norma de estructura de tarifas entre los fondos de cobertura y similares. Eso está bien para nosotros, no lo haríamos de otra manera.

Permítanme explicar los cambios a modo de ejemplo ...

Primero, la tarifa de gestión. Actualmente, una tasa simple y plana de 10 puntos básicos por año (que se apoya en gran medida en la infraestructura de Marathon), esto no cubre los costos de funcionamiento básicos de una empresa independiente como SZ & Co y debe cambiar. La pregunta es, ¿es equitativa una tarifa plana más alta? La respuesta aquí es claramente no. Una solución equitativa es una tarifa de gestión que no genera beneficios para SZ & Co y, al mismo tiempo, genera economías de escala directamente en el rendimiento de la inversión. Esto se logra cambiando a una tarifa variable, con un tope del 1%, que recupera los costos de funcionamiento de SZ & Co, mientras que las tarifas de administración, como porcentaje de los activos, disminuyen a medida que la asociación crece en tamaño. La siguiente tabla debe ilustrar ...

Activos de la asociación	Costos de funcionamiento de SZ	Comisiones de gestión como% de activos
US \$ 50 millones	US \$ 1,5 millones	1%
US \$ 150 millones	US \$ 1,5 millones	1%
250 millones de dólares	US \$ 1,5 millones	0,6%
US \$ 500 millones	US \$ 1,5 millones	0,3%
US \$ 500 millones	US \$ 2.0 millones	0,4%

Esa es la parte simple ... ahora a la tarifa de rendimiento. Actualmente, la sociedad paga una comisión de rendimiento al administrador de inversiones si el rendimiento compuesto, ya que la suscripción, supera un obstáculo anual del 6%, nuestro valor aproximado para las tasas de depósito a largo plazo. La tarifa devengada es una quinta parte (o 20%) de todas las ganancias de inversión en ese año. Aunque es una gran mejora en la estructura de tarifas estándar de la industria que no asigna ningún costo al capital de los inversores, la falla aquí es fácil de detectar. Tenemos mucho cuidado al enfatizar que Nomad es una inversión solo adecuada para socios con plazos superiores a cinco años, que coinciden con nuestro período promedio de tenencia de acciones. Al mismo tiempo, su gerente está cobrando una tarifa anual, un claro desajuste en la duración de las recompensas. ¿Y qué pasa con los períodos de bajo rendimiento? Hasta ahora, Nomad ha adoptado el estándar de la industria "high water mark", que únicamente evita cobrar dos veces a los inversores por el mismo rendimiento ... esta construcción, cara-yo-gano, cruz-yo-no-pierdo es, en nuestra opinión, claramente inequitativo. Pero hay pocas cosas que mejoren esto.

Nuestra solución a este dilema (nuestro agradecimiento especial a nuestros amigos de Orbis en Bermuda que han abierto el camino en este camino) implica una innovación similar a la de Heath-Robertson, algo que nos gusta llamar un grupo de honorarios por desempeño o, lo que nuestros abogados llaman más elegantemente, una "Reserva de Desempeño Contingente" (CPR). Lo que proponemos es que cada año se cargue una comisión de rendimiento contingente del 20% sobre las ganancias de inversión superiores al 6% (después de la comisión de gestión) logradas en ese año. A diferencia de antes, eso no es un 6% compuesto desde la suscripción, es un bogie del 6% más exigente cada año. Y, lo que es más importante, esta tarifa no se paga directamente a SZ & Co al final del año. En cambio, se ingresa en una cuenta de reserva, el CPR, cuyo saldo corriente está disponible para *reembolsar* a los socios en los años siguientes cuando el rendimiento no alcanza el límite del 6%. Entonces, las colas que perdemos y con razón. En resumen, el balde se llena y se vacía a medida que el rendimiento de nuestra inversión supera o no alcanza el límite anual del 6%. Entonces, si Nick y yo hacemos un trabajo decente invirtiendo, con el tiempo, el dinero que fluye hacia el CPR excederá el que fluye en reembolsos, y se creará un saldo positivo.

La siguiente etapa a considerar es cómo se distribuye el CPR a nuestra empresa. Lo que proponemos es que a SZ & Co se le pague, del cubo, el 20% de su saldo corriente cada año (sobre una base de saldo decreciente). Esto coloca las tarifas de desempeño que paga en el CPR en riesgo de reembolso por un desempeño posterior por debajo del obstáculo durante, en promedio, cinco años. Esto alinea la duración de nuestras recompensas con la suya. La siguiente imagen ilustra la dinámica.

Entonces, ahí está el meollo de los cambios al Acuerdo de Asociación. Dos efectos secundarios provienen de estos cambios. Primero, un cambio de administrador de fondos de Daiwa a Phoenix Financial Services Limited quienes, creemos, están en la mejor posición para lidiar con la naturaleza personalizada de nuestros nuevos acuerdos de tarifas. Planeamos tomar una “instantánea” de la tarifa de desempeño a fines de septiembre, lo que le permitirá a Phoenix enfrentarse a la administración de Nomad con una hoja limpia en octubre. En segundo lugar, y como resultado del traspaso de Daiwa / Phoenix, está la renuncia de Karl McEneff, el representante de Daiwa en su directorio, y el nombramiento de Andrew Galloway como su segundo director independiente junto a Martin

Byrne. Agradecemos a Karl por su valiosa orientación durante el período de traspaso y damos la bienvenida a Andrew a bordo.

Esperamos completar los cambios administrativos en la sociedad para fines de septiembre, lo que nos permitirá a Nick y a mí regresar al “trabajo diario”, invirtiendo ... ¡rollo en octubre!

Tuyo sinceramente

Qais Zakaria



# Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall  
Londres  
Inglaterra  
SW3 3SR  
T: +44 (0) 20 7101 1960  
F: +44 (0) 20 7101 1965

## Asociación de inversión nómada

### Carta interina Para el período terminado en junio 30 °, 2007

Al 30 de junio de 2007	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice (neto) US \$</u>
Seguimiento:		
Un año*	+ 29,5%	+ 23,6%
Dos años	+42,6	+33,8
Tres años	+80,1	+59,0
Cuatro años	+154,0	+97,2
Cinco años	+212,4	+92,5
Desde el inicio (septiembre 10 ° 2001)	+258,1	+81,9
Anualizado desde el inicio		
Antes de comisiones por desempeño	+ 27,2%	+ 11,9%
Después de las comisiones por desempeño	+23,2	

Las cifras anteriores no están auditadas y se presentan de forma acumulativa. A continuación, se presentan los mismos resultados en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, la tabla superior es la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

El 30 de junio ° 2007:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice (neto) US \$</u>
Resultados del año calendario:		
2007 (El año hasta la fecha)	+ 17,6%	+ 9,2%
2006	+13,6	+20,1
2005	+9,2	+9,5
2004	+22,1	+14,7
2003	+79,6	+33,1
2002	+1,3	-19,9
2001 (inicio Sept 10 ° 2001)	+10,1	+3,6

---

Desde que la Asociación se abrió, y casi simultáneamente se cerró, a nuevas suscripciones

(técnicamente) a la medianoche el 28 de septiembre °2006 (abrir y cerrar y que se ha perdido), el valor neto total de activos brutos ha aumentado más de veinte y ocho por ciento y significa que un dólar invertido en Nomad al inicio sería ahora un valor aproximado de \$ 3.58. Por lo general, cotizamos el rendimiento después del costo de funcionamiento de la Asociación, como los honorarios de custodio, director, auditor y administrador,

116

pero antes de los honorarios devengados por el asesor de inversiones. Citamos los resultados de esta manera, ya que muchos socios \*\* tienen diferentes fechas de suscripción y, debido al obstáculo de rendimiento del seis por ciento utilizado para calcular las tarifas de rendimiento, tendrán varias experiencias de tarifas netas de rendimiento. Los resultados anteriores también están antes de nuestra tarifa de gestión de reembolso de costos, que no afecta mucho al resultado neto de todas las tarifas.

La ganancia anualizada de alrededor del cuarenta por ciento para Nomad desde septiembre del año pasado es bastante normal en el sentido de estar dentro de una distribución esperada de resultados a corto plazo, pero aún así está por delante de nuestro rendimiento promedio de varios años, que ha estado en el orden de la mitad de grande. Como siempre, una indiferencia estoica hacia estos pasos a corto plazo, tanto hacia arriba como hacia abajo, es la forma correcta de pensar, y Zak y yo lo alentamos a reasignar mentalmente el exceso reciente a períodos más magros. ¡Haga eso, futuros períodos más magros! Como nos recuerdan la Sra. Zakaria y la Sra. Sleep, hoy no somos más inteligentes que el año pasado, aunque nuestros resultados recientemente han sido muy superiores.

El desfase que suele existir entre la decisión de inversión y la eventual recompensa es un problema para los inversores a largo plazo, ya que el cerebro está programado para aprender de la retroalimentación inmediata. La presunción biológica (y, como se mencionó en la última carta de Nomad, la presunción académica también) es que la causa y el efecto se sitúan cronológicamente uno encima del otro; después de todo, querrá saber que la planta que acaba de comer es venenosa ahora. (para que pueda dejar de comerlo) en lugar de dentro de una semana, cuando sería demasiado tarde. Los operadores de bolsa se benefician de la misma retroalimentación inmediata, pero no tanto de los inversores a largo plazo que corren el riesgo equivalente de inversión de seguir comiendo cicuta. El mundo real es desordenado y se mueve de una manera desordenada, lo que significa que los inversores a largo plazo probablemente tengan que esforzarse más en la honestidad intelectual para no analizar mal la causa y el efecto. Todos nos engañamos a nosotros mismos hasta cierto punto, por lo que esta actitud de camisa de pelo es un trabajo duro. ¡Quizás sea el mayor desafío de inversión de todos!

### Introducción al Instituto Santa Fe

Una forma de no engañarse es pasar tiempo con los superiores intelectuales y es con este espíritu que Zak y yo nos convertimos en miembros del Instituto Santa Fe (SFI) hace algunos años. La SFI fue fundada por Murray Gell-Mann y siete científicos, principalmente de Los Alamos, que estaban frustrados con las brechas entre las disciplinas académicas contemporáneas. Para este grupo, la academia tradicional desanimó intereses más amplios (los físicos estudian física, no biología) y esto dejó muchos problemas sin resolver porque afectaban a distintas disciplinas. Su solución fue un enfoque interdisciplinario y colaborativo para la resolución de problemas.

Sea testigo de la descripción de la economía de la SFI. Los economistas tradicionales sostienen que las personas son seres racionales que buscan, lo que los economistas llaman, maximización de la utilidad, es decir, la producción máxima de cualquier insumo. Esta vieja guardia es hostil a las afirmaciones de comportamiento no racional, tal vez porque la idea de que todos somos racionales es tan elegante. El científico y profesor externo de SFI W. Brian Arthur sostiene que este modelo del mundo estático y basado en el equilibrio no encaja fácilmente con la visión del biólogo de que los individuos actúan por interés propio, cometen errores, aprenden y evolucionan. O la visión que tienen los psicólogos del mundo de que existen sesgos sistemáticos en las decisiones individuales, es decir, tenemos estos pequeños bamboleos en nuestros procesos de toma de decisiones. El enfoque de Brian Arthur es tomar prestado lo que necesita de todas las disciplinas académicas para describir una realidad que es un poco caprichosa en comparación con lo que esperarían los economistas tradicionales. Como dice Gell-Mann, el mundo real "no es solo una tabla de consulta". En cambio, Arthur describe la economía como un sistema adaptativo complejo que evoluciona a medida que los agentes (personas) aprenden.

El SFI se describe a sí mismo como un estudio de la Ciencia de la Complejidad y, en nuestra opinión, parece un mejor modelo para explicar la realidad. Después de todo, ¿cómo puede la economía no ser conductual?

117

es tomar las decisiones después de todo? En nuestra opinión, el Sistema Adaptativo Complejo de Brian Arthur y el trabajo de finanzas conductuales realizado por personas como el profesor Richard Zeckhauser en Harvard son la nueva economía en espera. Como dice el refrán, un científico preferiría tomar prestado el cepillo de dientes de otro que sus ideas y es con esta actitud que, y con disculpas a los estudiantes de MBA, es poco probable que la nueva economía de la ciencia de la complejidad se enseñe en gran medida en la academia hasta que la utilidad maximizando la vieja guardia, que dominan las instituciones académicas, mueren.

Después de un discurso reciente, se le preguntó a Gell-Mann: "Entonces, ¿cómo tienes el pensamiento creativo?" Su respuesta fue: 1. Empiece a pensar en algo, recopile datos hasta el punto de saturación, reconozca anomalías y reconozca que ahora está atascado; 2. Retírese y cocine a fuego lento, reflexione sobre ello y sobreviene un período de incubación con la mente inconsciente desplegada; 3. Mientras hace otra cosa, surge una solución al problema (la revelación eureka de Arquímedes); 4. Vaya y verifique la nueva solución. Para Gell-Mann, tomarse un tiempo es importante en el pensamiento creativo. El arquitecto paisajista Charles Jencks, que diseñó el "Jardín de la especulación cósmica", se hace eco de este sentimiento. El jardín de Jencks es un intento de poner la nueva ciencia de la complejidad en el diseño y el simbolismo del jardín. (Si está en Dumfries, Escocia, en junio, le recomendamos una visita y llévenos con usted, pero tenga en cuenta que solo está abierto al público un día al año). Para Jencks, "la comprensión requiere cierta ralentización del tiempo. ¿Por qué más entrar en un jardín? Hay mucho que decir a favor de la contemplación apacible. Y, por supuesto, un largo período de tenencia de inversiones permite que un tiempo entre decisiones se "retire y hierva a fuego lento" un poco.

### Introducción a las leyes de escala

Quizás sea solo en un instituto interdisciplinario y de apoyo como el SFI donde Geoff West podría embarcarse en un estudio de las leyes de escala. Dos preguntas se referían a Occidente: ¿por qué los animales pequeños viven menos tiempo que los animales más

grandes, y por qué los humanos viven alrededor de cien años en lugar de decir, mil años o un año? La más simple de las leyes de escala se refiere a la masa corporal y la fuerza esquelética. A medida que un organismo aumenta de tamaño, su masa corporal crece con el volumen (al cubo) mientras que la resistencia al corte del esqueleto solo aumenta con el ancho de los huesos (al cuadrado, o una ley de potencia de  $3/2$ ). Sin una estructura ósea más grande, la masa pronto supera la fuerza y el organismo colapsa por su propio peso. (Algunas empresas que conocemos han seguido un patrón similar). Las tasas metabólicas (medidas por el oxígeno utilizado) también aumentan con la masa corporal, pero a una tasa decreciente (una ley de potencia de  $3/4$ ). Esto implica que existe una economía de escala a la masa en los animales, una prueba más de la cual podría ser que los latidos del corazón por minuto también disminuyen con la masa. Esta es la Ley de Kleiber y establece que, literalmente, un kilo de ratón cuesta más energía para vivir que un kilo de ballena, por ejemplo. West juntó las dos leyes de potencia y se dio cuenta de que si la longevidad aumenta con la masa y la frecuencia cardíaca disminuye con la masa, se deduce que toda la vida comparte un número común de latidos cardíacos (de hecho, alrededor de mil millones). Un ratón agota sus mil millones de latidos en aproximadamente cuatro años (a una frecuencia de quinientos latidos por minuto) mientras que un elefante agota sus mil millones de latidos en setenta años (a una frecuencia de veinticinco latidos por minuto). Parece que la evolución no ha cambiado esta restricción básica: mil millones de latidos, ¡cuidado con cómo los usas!

Gráfico 1: mil millones de latidos: ¡cuidado con cómo los usas!



Fuente: Instituto Santa Fe

Pero aun así, ¿por qué el corazón del ratón late tan rápido? En todos los animales, el área transversal agregada de los vasos sanguíneos aumenta con la distancia al corazón. El propósito de esto es superar el arrastre viscoso creado por la sangre que entra en contacto con las paredes de los vasos. Los animales más pequeños no tienen el espacio en su cuerpo para permitir un gran ensanchamiento transversal, por lo que el corazón del ratón trabaja más para vencer la resistencia de la sangre al flujo. En animales más grandes, la distancia entre el corazón y las células del cuerpo es mucho mayor y, por lo tanto, el área de la sección transversal se puede aumentar mucho más.

En otras palabras, existe una función muy básica para la longevidad con la fuerza esquelética que permite el tamaño, el tamaño que permite la eficiencia circulatoria y la eficiencia que permite la longevidad. La respuesta a la pregunta de West es que el hombre vive alrededor de cien años, ya que esto es todo lo que su corazón puede soportar, dada la masa corporal y la fuerza esquelética.

119

### ¿Qué pueden aprender los inversores de las leyes de escalamiento?

Esta podría ser la forma correcta de pensar sobre la escala de organismos, pero ¿nos dice algo sobre las empresas, y especialmente las empresas a medida que crecen? La pregunta que debe responderse es: ¿por qué es predecible que una empresa crezca de un ratón a un elefante? Esto es un poco como preguntar el significado de la vida, y nos esforzaremos por no dar una respuesta tan intratable como la sugerencia de Douglas Adams en *The Hitch-Hiker's Guide to the Galaxy* (donde la respuesta a la vida, el universo y todo era “42”). Varios principios son importantes. Una empresa debería poder autofinanciar su propio crecimiento y, si el conjunto de oportunidades es grande, el rendimiento del capital debe ser suficientemente alto. En segundo lugar, las barreras de entrada deberían aumentar con el tamaño; de esa manera, el foso de una empresa se ensancha a medida que la empresa crece. Para hacer esto, el bloque de construcción básico del negocio, su estructura esquelética, probablemente sea mejor mantenerlo muy simple. En resumen, queremos una estructura esquelética que pueda soportar el crecimiento de ratón a elefante sin demasiada reingeniería esquelética.

Consideremos la venta minorista tradicional. Las mercancías se envían desde el proveedor al almacén central de los minoristas, donde se almacenan hasta que las tiendas lo

demandan. Luego, los productos se envían a las tiendas de la calle principal. Estos son inmuebles costosos y tienen altos costos operativos. Dejando a un lado el precio por un momento, la calidad del servicio que percibe el consumidor es en gran parte una función de los niveles del personal, la amabilidad del personal, la gama de productos, el mobiliario de la tienda, etc. Por lo tanto, hay muchos elementos que varían constantemente para la calidad del servicio en el extremo más caro del sistema de distribución. Nos parece que la estructura esquelética es muy compleja y muchas cosas pueden salir mal.

Compare esto con el modelo de Internet. Los productos se envían desde el proveedor a un almacén central, pero a menudo solo después de que se ha recibido el pedido. Luego, los productos se envían directamente al cliente y se pierden los costosos bienes raíces de la calle principal. La calidad del servicio que percibe el cliente es la velocidad de entrega, la sensación del sitio web, la funcionalidad del sitio web (como recomendaciones), la amplitud de la gama de productos, etc., y estos factores son intrínsecamente más controlables. Son fijos en términos de gastos y también de experiencia del cliente (un sitio web visto en Nueva York tiene el mismo aspecto que el mismo sitio web visto en Londres o Hong Kong). Por lo tanto, si bien la calidad es intrínsecamente irregular en la mayoría de los minoristas de la calle, está fija en Amazon. Esto es importante, ya que la complejidad es una de las principales razones por las que las empresas fracasan a medida que intentan crecer.

Nos parece que el bloque de construcción básico de la venta minorista de Internet, su estructura esquelética, es mucho más robusto, escalable y más barato que el equivalente de la calle principal. En otras palabras, su ley de potencia es muy alta e implica que las empresas con la simplicidad de operación como, por ejemplo, Amazon.com, tienen una oportunidad de ser mucho más grandes, más rápidas y más rentables que sus equivalentes de la calle principal. Nomad tiene una inversión en Amazon por más razones que la simplicidad de operaciones de la empresa. Pero cuando este bloque de construcción básico se combina con el modelo compartido de eficiencias de escala (que aumenta el foso a medida que la empresa crece), la orientación centrada en el cliente del fundador de la empresa, así como su sano desdén por Wall Street, esta combinación nos hace pensar que puede tener un ratón que se pueda convertir en elefante. A aquellos que argumentan que Amazon ya es grande, les hacemos dos preguntas: ¿cuál creen que será el comercio electrónico como proporción de las ventas minoristas de EE. UU. Dentro de diez años, y qué creen que fue el año pasado? Escriba ambos números y vaya al final de esta letra \*\*\* para obtener la respuesta a la segunda pregunta.

120

Después de duplicar el precio de las acciones y la importante posición resultante en la Asociación, sería fácil para Zak y para mí reclamar la victoria, chocar los cinco y vender nuestras acciones en Amazon. Sin embargo, la alta ponderación tiene sentido dado nuestro conocimiento del destino de las empresas y la probabilidad de llegar a ese destino. En cartas anteriores de Nomad hemos argumentado que el mayor error que puede cometer un inversor es la venta de un Wal-Mart o un Microsoft en las primeras etapas del crecimiento de la empresa. Matemáticamente, este error es mucho mayor que la suma equivalente invertida en una empresa que quiebra. La industria tiende a pasar por alto este hecho, quizás porque los costos de oportunidad no se registran en los registros de desempeño. Por ejemplo, nuestro mayor error fue la venta de Stagecoach (que ha aumentado desde que se vendió), ¡no la compra de Conesco! Nos preguntamos, ¿vender Amazon hoy sería el error equivalente a vender Wal-Mart en 1980 (un período de tiempo similar después de las OPI de ambas empresas)?

## Volatilidad de resultados a corto plazo y ponderación de acciones

Es común que la construcción general de la cartera sea el resultado de ponderaciones de acciones acumuladas de uno a dos o tres por ciento de una cartera y así sucesivamente hasta una participación objetivo. Esto significa que las ponderaciones están ancladas en un número pequeño y solo los valores atípicos alcanzan los dos dígitos. Hay otra forma de construir una cartera, que es invertir y comenzar con una ponderación del cien por cien y reducirla. Si los administradores de fondos hicieran esto, estoy seguro de que terminarían con carteras completamente diferentes. Ahora no estamos abogando por todo el fondo en Amazon (bueno, al menos no por el momento), pero al permitir que los hábitos pasados anclen la construcción de la cartera, probablemente hemos cometido el error de una participación inicial que casi con certeza era demasiado baja. Sea como fuere, un efecto de tener una sexta parte de la Alianza invertida en una acción volátil, como Amazon, es que nuestros resultados también serán más variables en el corto plazo. Téngalo en cuenta en el futuro. La volatilidad no nos molesta ni a mí ni a Zak.

Nuestros resultados desde el inicio han sido grandes ganancias multianuales durante periodos de dificultades del mercado (2001 a 2004) y resultados razonables, coincidentes / mejorados de varios años durante los periodos de auge del mercado de valores (2005 a 2007). Esto sigue el camino previsto delineado en la carta de Nomad de junio de 2002 cuando citamos una carta de Asociación de Buffett de 1960:

*“He señalado que no se debe esperar que cualquier récord superior que logremos sea evidenciado por una ventaja relativamente constante en el desempeño en comparación con el Promedio. Más bien, es probable que si se logra tal ventaja, sea a través de un desempeño mejor que el promedio en mercados estables o en declive y un desempeño promedio, o quizás incluso más pobre que el promedio en mercados alcistas ”.*

¡Y ciertamente no tenemos una ventaja relativamente constante en comparación con el índice!

## La profunda realidad de los mercados

Recientemente se informó que se había encontrado petróleo, no en los confines del globo, sino bajo la sede de Exxon Mobil Corporation en Irving, Texas, ¡y no por Exxon! A veces, lo que estás buscando está justo frente a ti. Si Exxon puede cometer este error, todos podemos. Los inversores a menudo son culpables de perseguir lo nuevo lejos de casa, a veces en nombre de la diversificación, de rendimientos más altos, o de ambos. Según nuestra forma de pensar, esta actividad a menudo tiene más que ver con el marketing que con la realidad subyacente de la inversión. Venta

Lo nuevo para comprar lo nuevo-nuevo es un hábito humano común (como sociedad, intercambiamos casas, autos, esposas en lugar de intentar arreglar techos, cajas de cambios, matrimonios) y casi siempre surge la pregunta, ¿por qué las personas insatisfecho con lo que tienen? Con el ánimo de tratar de no cometer el error de Exxon, sospechamos que la rotación de la cartera de Nomad será particularmente baja en el futuro: estamos bastante contentos con lo que estamos sentados actualmente. Una razón de esto es que el fondo está abrumadoramente invertido (más del ochenta y cinco por ciento) en empresas dirigidas por



sus fundadores o la gerencia de primera generación. ¡Igual de interesante es que Zak y yo no planeamos esto! Hemos terminado con una cartera de negocios gestionados por sus propietarios como subproducto de nuestra evaluación de la calidad de las personas involucradas. En otras palabras, estos administradores se abrieron camino en la cartera. Nos sentir un poco tonta por no reconocer este rasgo de antemano, pero, por supuesto, nos *gustaría* tener un sesgo hacia las empresas fundadoras gestionados (la!).

Según los estándares de la industria, no poseemos muchas acciones (diez acciones representan más del ochenta por ciento de la Asociación) y las poseemos durante largos períodos. Para que la cartera existente tenga éxito, nuestros resultados vendrán del desajuste entre la orientación de los fundadores y la mentalidad de mercado de los inversores del período de tenencia trimestral que fijan el precio de las empresas en el mercado de valores. Este conflicto principal (fundador) agente (gestor de fondos orientado a la negociación) es la realidad profunda de los mercados y probablemente la característica dominante de nuestras carreras. También creo que lo entendemos mucho mejor que nuestros compañeros.

#### Los términos de la futura recaudación de capital.

Antes de que se chupe los dientes, no tenemos planes de reunir capital. En realidad. Pero deseamos preparar nuestro puesto ahora para la próxima crisis de inversión, y esa crisis podría llegar rápidamente. Como siempre hemos dicho en el pasado, el capital solo debe obtenerse en respuesta a conjuntos de oportunidades de inversión (para introducirse en el buzón de sugerencias de las operaciones de gestión de fondos orientadas al marketing). Correcta o incorrectamente (y hay un caso perfectamente racional de que estamos equivocados) tenemos un sesgo primordial para mantener nuestra operación pequeña. Sin embargo, también somos conscientes de que una repetición de la crisis asiática o la crisis de los bonos basura nos permitirían invertir en múltiplos del tamaño actual de Nomad con mejores resultados para todos los interesados. Entonces, por ejemplo, digamos que Nomad es una Asociación de U \$ 1bn y hay una nueva crisis y recaudamos U \$ 1bn más con el resultado de que después de que la crisis haya disminuido, Nomad tiene un valor de U \$ 4bn. U \$ 4 mil millones no es una cantidad pequeña de capital, especialmente en una cartera concentrada. Lo más racional puede ser devolver el capital de crisis a los inversores y devolver el tamaño correcto al capital original. Por lo tanto, nuestra sugerencia es que una futura recaudación de capital sería, de hecho, una emisión de derechos de acciones reembolsables, lo que nos daría a Zak ya mí la opción de contraer. Estamos señalando esto ahora, y agradecemos sus pensamientos sobre el tema. ¡Habla o calla para siempre!

#### Limpieza interna

Escribimos estas cartas y esperamos proporcionar toda la información útil para que pueda sacar conclusiones significativas sobre nuestra capacidad para administrar su dinero. Esta es la información que deseáramos si se cambiaran las tornas y usted administrara nuestro dinero. En nuestra opinión, la presentación de informes más regulares de un fondo a largo plazo no tiene sentido en el mejor de los casos y es contraproducente en el peor. Es solo en el mundo de Alicia en el país de las maravillas de la profesión moderna de inversión donde la recopilación incesante de puntos de datos pueriles puede pasar por informes de mejores prácticas. ¡Ahí está ese conflicto de agente principal otra vez! Es un gran mérito de nuestros socios que, casi como un hombre y sin importar las demandas de otros gerentes, acatan esta simple regla. Gracias.

Hemos excluido una copia del portafolio del apéndice y, en su lugar, aparecerá en una publicación separada o correo electrónico. Esta es una precaución para que nuestra carta no se distribuya más allá de nuestra base de inversores. Incluido en el apéndice, encontrará una copia de nuestra respuesta a la solicitud de un Socio de que consideramos la desinversión de empresas con operaciones en Sudán. La carta deja clara nuestra posición sobre el tema, y no tiene mucho sentido repetir las palabras aquí. Sudán no es tanto el punto, ya que se han realizado solicitudes anteriores relacionadas con armas, tabaco, alcohol o ciertas empresas sudafricanas e irlandesas. La cuestión más amplia es la gobernanza de nuestra Asociación y si se debe permitir que un grupo minoritario imponga una agenda sobre la mayoría. Para bien o para mal, la estructura de la Asociación significa que Nomad es una cooperativa (de algún tipo), aunque con un mandato para el crecimiento del capital a largo plazo. En nuestro análisis de inversiones, bien podemos tener en cuenta los factores planteados por aquellos que buscan la prohibición de determinadas empresas pero, así que todo está claro, aún podemos comprar las acciones. Por supuesto, la forma en que los inversores asignan las ganancias que puedan obtener de su inversión en Nomad depende totalmente de ellos.

Han pasado nueve meses desde que Nomad fue transferido a la nueva empresa y las operaciones parecen estar encajando bien. Estamos revisando con cuidado las relaciones y los contratos antiguos y heredados y es posible que haya algunos cambios en las partes subcontratadas en el futuro. Es interesante cómo cambian las actitudes ahora que Nomad ya no forma parte de una gran organización. Estos cambios son a menudo para mejor, pero en ocasiones las empresas con un modelo de negocio impecable luchan con nuestro enfoque más personalizado y necesitan ser reemplazados. La comisión de gestión de reembolso de costes se está estabilizando en los 30 puntos básicos. Esto está en el extremo superior de nuestras expectativas (en la parte posterior del sobre, no lo habíamos hecho antes), y esperamos que ahora se mantenga estable en dólares y disminuya como proporción de la Asociación en el tiempo.

El rendimiento ha sido sólido desde que obtuvimos nuevo capital (¡no lo estábamos inventando!), Pero los socios no deben extrapolar las tendencias recientes en sus expectativas de nosotros. Esa es simplemente una receta para que todos se enojen. Dicho esto, la cartera es joven y fresca y está poblada de empresas que están saludablemente fuera de sintonía con las expectativas de Wall Street o de la ciudad. En cambio, nuestros fundadores planean crecer dentro de cinco años. Esta "cartera del fundador" nos servirá bien en ausencia de crisis de inversión.

En mi primera semana como analista de inversiones en prácticas (que acababa de abandonar un aprendizaje de arquitectura paisajista), uno de los fundadores y gestores de fondos de mi nuevo empleador me pidió un consejo familiar. Con su amplio acento escocés dijo, “bueno, joven Nick”, luego hubo una larga pausa y comenzó a sonreír “este trabajo es lo mejor que te puedes divertir con la ropa puesta”. Él estaba en lo correcto. A Zak y a mí nos encanta dirigir Nomad, y hacerlo por nuestra propia cuenta es especial para nosotros. Gracias.

Valoramos su paciencia, apoyo y confianza en nosotros, y estamos trabajando arduamente para preparar el terreno para nuevos aumentos en el precio de las acciones de Nomad.

Tuyo sinceramente,

Nicholas Sleep

\* Sueño, Zakaria y de la compañía fue designado como asesor de inversiones de la Sociedad de Inversión nómada con efectos del 12 de septiembre 2006, en sustitución de Marathon Asset Management que había sido asesor de inversiones de la Asociación desde su creación. Antes de septiembre, Nicholas Sleep y Qais Zakaria eran responsables de la gestión de inversiones de Nomad mientras eran empleados de Marathon Asset Management. Los socios deben tener en cuenta que la naturaleza misma de la transición de Marathon a Sleep, Zakaria and Company significa que Zak y yo no estamos operando con la infraestructura de back office que solíamos recibir.

\*\* En esta carta utilizamos el término "Socios" como un término genérico que se refiere a todos los inversores Nomad,

ya sean accionistas del fondo subordinado (Nomad Investment Company) o socios limitados de la Sociedad y no, en el sentido estricto y legal de la palabra, para implicar la creación de una sociedad entre los accionistas del fondo subordinado, Nomad y / o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

\*\*\* La Oficina del Censo de EE. UU. Estima que las ventas de comercio electrónico aumentaron del 2.7% al 3.1% de todas las ventas minoristas en los Estados Unidos durante los trimestres de 2006. El documento fuente se puede encontrar en [www.census.gov/mrts/www/data/html/07Q1table1.html](http://www.census.gov/mrts/www/data/html/07Q1table1.html).

Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizado y regulado por la FSA (No. 451772). Este documento de investigación solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Nomad Investment Partnership ("el Fondo") no es un esquema reconocido bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 ("FSMA") y, por lo tanto, los inversionistas en el Fondo no se beneficiarán de las reglas y regulaciones establecidas bajo FSMA para la protección de inversores ni del Plan de Compensación de Servicios Financieros. Los rendimientos de la cartera se basan en el aumento del valor de los activos por unidad antes de una deducción por comisiones de gestión y comisiones de rendimiento y han sido calculados de forma independiente por el Administrador del Fondo. El valor de las Acciones, y cualquier ingreso derivado de ellas, puede subir o bajar y un inversor puede no recuperar, en el momento del reembolso de sus Acciones, la cantidad invertida. El rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Ni Sleep, Zakaria and Company Ltd., ni sus directores o empleados garantizan la precisión, idoneidad o integridad de la información contenida en este documento ni Sleep, Zakaria and Company, Ltd. expresamente se exime de responsabilidad por errores u omisiones en dicha información. Sleep, Zakaria and Company, Ltd. o cualquiera de sus directores o empleados no brindan garantía de ningún tipo implícita, expresa o legal en relación con la información contenida en este documento. Bajo ninguna circunstancia este documento, o cualquier parte del mismo, puede ser copiado, reproducido o redistribuido sin el permiso expreso de un director de Sleep, Zakaria and Company, Ltd. Oficina registrada: 1a, Burnsall Street, Londres, SW3 3SR, Inglaterra © Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

## Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall  
Londres  
Inglaterra  
SW3 3SR  
T: +44 (0) 20 7101 1960  
F: +44 (0) 20 7101 1965

### Asociación de inversión nómada

#### Carta anual

Para el período terminado en diciembre 31 de <sup>st</sup>, 2007

Al 31 de diciembre de 2007	<u>Inversión nómada</u> Camaradería *	<u>Mundo MSCI</u> Índice (neto) <u>US \$</u>
Seguimiento:		
Un año	+ 21,2%	+ 9,0%
Dos años	37,7	30,9
Tres años	50,4	43,3
Cuatro años	83,6	64,4
Cinco años	229,7	118,8
Seis años	234,0	75,3
Desde el inicio (septiembre 10 ° 2001)	269,0	81,6
Anualizado desde el inicio		
Antes de comisiones por desempeño	+ 23,0%	
Después de las comisiones por desempeño	+ 19,1%	+ 9,9%

Las cifras anteriores no están auditadas, se presentan de forma acumulativa y, como siempre, los resultados se presentan antes de las comisiones de rendimiento. Presentamos los resultados de esta manera, ya que el obstáculo de la tarifa de rendimiento dependiente del tiempo significa que los socios tendrán diferentes resultados netos de todas las tarifas. A continuación, se presentan los mismos resultados en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, la tabla superior es la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

A diciembre 31 de <sup>st</sup>, 2007:

Inversión nómada

Mundo

	Camaradería	MSCI Índice (neto) <u>US \$</u>
Resultados del año calendario:		
2007	+ 21,2%	+ 9,0%
2006	+13,6	+20,1
2005	+9,2	+9,5
2004	+22,1	+14,7
2003	+79,6	+33,1
2002	+1,3	-19,9
2001 (inicio Sept 10 ° 2001)	+10,1	+3,6

125

El efecto del desempeño señalado anteriormente es que el valor de un dólar invertido en Nomad al inicio ahora valdría alrededor de U \$ 3.70 antes de las comisiones por desempeño y un poco más de U \$ 3 después de las comisiones. Una cantidad similar invertida en el índice mencionado anteriormente valdría alrededor de U \$ 1,80.

Cuando termino de escribir estas cartas, estoy feliz con ellas, al menos lo suficientemente feliz como para enviarlas. Tengo el hábito de volver a leerlos más tarde y con frecuencia me decepcionan. Es como si las cartas tuvieran una vida útil corta. No estoy seguro de que vayan cuesta abajo en particular, es solo que no comenzaron tan alto en la colina en primer lugar: la mente piensa que son mejores cuando acaban de terminar de lo que realmente son. Es como la pared recién pintada; se ve bien cuando tomas la taza de té al final del día, pero dale una semana y todo lo que puedes ver son las partes que te perdiste.

La última letra, por ejemplo, es muy complicada. Hay muchos conceptos pesados que se introducen uno encima del otro y es difícil de leer. Esto es particularmente molesto ya que invertir es, en esencia, una disciplina muy simple. Simple, quizás, pero no fácil. Y a juzgar por mis esfuerzos, ciertamente es difícil comunicarme. Entonces, ¿por qué las letras son más complicadas de lo necesario? Probablemente porque sentimos una presión autoimpuesta para decir algo, especialmente algo nuevo o (mejor e) impresionante. La verdad es que no hay mucho que decir, al menos, no mucho que no se haya dicho antes. Ésa es la maldición de ser dos mil años más joven que Saint Paul, cuarenta y cuatro años más joven que Charlie Munger y veintinueve años más joven que mi padre.

Volveremos a este tema más adelante en la carta. Hoy, sin embargo, tenemos algo que agregar, al menos creemos que sí, y el tema de esta carta son los errores. En esta carta discutiremos cómo pensamos acerca de los errores, por qué la respuesta al error es a menudo más importante que el error en sí y algunos de nuestros errores de inversión. Luego, discutiremos por qué las presiones de informes de los clientes fomentan el pensamiento no

racional (¿un error en proceso?), Brindan más aliento a los socios para que se concentren en lo que controlamos y anunciamos un cambio en la limpieza que puede ser de interés.

### Cómo pensamos en los errores.

*“Si tuviera que volver a vivir mi vida, cometería los mismos errores, solo que antes”.*

Tallulah Bankhead (actriz)

En nuestra opinión, al lidiar con los errores, el mejor estado mental es el perdón sin juzgar. Los padres reconocerán que si sus hijos piensan bien, cometerán errores, lo resolverán por sí mismos y aprenderán. No necesitan ser juzgados ni castigados: en cambio, necesitan apoyo, de ellos mismos y de los demás. Si aprenden, es probable que los errores sean pequeños en comparación con el valor de lo aprendido. En términos de inversión, una vez que se han aprendido las lecciones, los errores pueden atribuirse a una relación precio-beneficio de uno y el buen comportamiento resultante, condicionado, a una relación de más de uno. En otras palabras, los errores se convierten en valor presente neto positivo.

Entonces, ¿por qué los inversores son tan implacables cuando una empresa decepciona? Si aplicamos el modelo anterior, no hay problema. Si el mercado era racional y la empresa una organización que aprende, entonces el precio de las acciones debería subir después de un error. Pero esto rara vez es el

126

forma en que funciona el mundo. Es como si los inversores supusieran que las empresas no aprenden de sus errores. Y eso tiene cierto sentido, ya que muchas organizaciones luchan con el comportamiento racional. Nos preguntamos si la ira de los inversores es una admisión subconsciente de que invirtieron en una organización que no aprende. Una consecuencia no deseada de esto es que la industria de servicios financieros está estructurada para permitir que la vergüenza, la frustración y la ira se desahoguen a través de las diversas clases de activos. Está estructurado para permitir que los inversores juzguen en lugar de perdonar. Puede escuchar a la gente justificar la compra de un fondo de oro porque ese idiota que dirigía su fondo de tecnología cometió un error. Y puede que lo haya hecho. Sin embargo, si se enteró de su error, es probable que el valor del fondo, debidamente calibrado, aumente justo en el momento en que los inversores están vendiendo. No hay mucho amor circulando, en el sentido de amor por el prójimo, y debido a esto hay menos aprendizaje del que podría haber.

Ese no es nuestro modelo.

Nosotros (poniéndonos la armadura protectora de la primera persona del plural) hemos cometido muchos errores. (Seré menos cobarde) He cometido muchos errores. A veces cometemos los errores nosotros mismos. A veces aprendimos de otros. A veces fueron errores de inversión directa. A veces eran parte del crecimiento (cuidado con esos errores privados, están llenos de lecciones de inversión). Pero ahí están. Con todos sus defectos. Así es la vida. No los justificamos, pero tampoco los condenamos. De hecho, es mejor no juzgarlos. Nuestro modelo es aprender de nuestros errores y lo que aprendemos que esperamos poder brindarle, en mejores resultados de desempeño (¡a cambio de una tarifa de desempeño!).

Una forma de hacer esto es practicar lo que predicamos e invertir en empresas que han cometido errores. Nuestras inversiones actuales en Liberty Global, Games Workshop, Dell, Sony y Ford encajan en esta categoría, al igual que las inversiones anteriores en empresas en quiebra como Telewest (ahora Virgin Media) y Calpine. Para que estas inversiones funcionen a largo plazo, lo que se requiere es un mea-culpa racional y honesto y un precio bajo de las acciones. La naturaleza implacable de los mercados a menudo proporciona lo último. El primero es mucho más difícil de conseguir.

### Por qué la respuesta es más importante que el error original

*"La vida es el diez por ciento de lo que la gana y el noventa por ciento de cómo la toma".*

William James (filósofo)

Todos cometemos errores. Lo que a menudo es más importante es cómo uno responde. Tomemos, por ejemplo, la respuesta de dos empresas al mismo error. El error fue ser atrapado por la última gran recesión inmobiliaria a principios de la década de 1990. Las dos empresas son: MDC, un promotor inmobiliario residencial, y un importante banco europeo con una gran cartera de préstamos inmobiliarios comerciales que, al estar mucho mejor capitalizada que SZ y Co, nos referiremos como Bank X.

MDC fue fundada en 1972 por Larry Mizel con un capital de U \$ 50.000. En la década de 1980, su empresa construyó condominios y apartamentos y, a medida que el ciclo de la propiedad maduraba, reinvertía las ganancias y los préstamos disponibles en terrenos para el desarrollo. Este es un error clásico del ciclo de la propiedad y condena al comprador a comprar a precios altos y deja poca flexibilidad financiera durante una recesión. A principios de la década de 1990, los ingresos se habían reducido casi a la mitad desde el pico de 1988 y la empresa se quedó con demasiada deuda y extensiones de tierra sin desarrollar. La empresa evitó la quiebra vendiendo activos, emitiendo acciones y recomprando deuda a centavos de dólar. La familia aprendió de sus experiencias y desde entonces el banco de tierras se ha mantenido al mínimo, la deuda se ha utilizado con gran desgana y el capital social liberado de la venta de viviendas se ha utilizado para financiar el capital social.

127

la próxima empresa, pagar dividendos o, en mayor medida, retenido en el balance. Si bien la gerencia pudo haber aprendido la lección, debe haber sido irritante que un inversionista haya señalado en una presentación reciente "¡se va a quedar sin tierra"! Más ca cambio. El precio de las acciones de MDC se ha multiplicado por diez en los últimos diez años, a pesar de las recientes caídas de los precios de las acciones en toda la industria, y hoy la empresa es una de las mejor capitalizadas de la industria. Será interesante ver cómo responden a la actual crisis de la industria.

El Banco X cometió errores similares a fines de la década de 1980 al otorgar préstamos a empresas de propiedades comerciales, aunque aquí solo se requirió un recorte de dividendos para reparar el déficit de capital. Según un portavoz de la empresa, la lección aprendida de la debacle fue que el banco "no podía hacer propiedades comerciales". Las empresas a menudo clasifican erróneamente sus errores en términos de resultados en lugar de insumos y, al hacerlo, permiten que el error original no se controle. Los psicólogos llaman a esto negación, y todos lo hacemos hasta cierto punto. Pero fue una lección falsa. No fue la propiedad comercial en sí la fuente de las pérdidas, no hay una razón a priori por la cual una institución crediticia no pueda otorgar préstamos a propiedades comerciales como este banco continuó haciendo, por ejemplo,

propiedades residenciales o tarjetas de crédito. En nuestra opinión, el error estuvo en cómo la empresa abordó los préstamos comerciales: en cómo pensaban y en cómo se animaba a pensar a la alta dirección. Sin embargo, en lugar de responder al error reconfigurando las funciones cognitivas corporativas, la empresa condenó la producción y se diversificó internacionalmente y desarrolló la banca de inversión y una operación de gestión de inversiones, como para diluir el riesgo. Este es un enfoque de tomar tres esposas por si acaso y funciona en términos de longevidad corporativa, pero rara vez se equipara con el éxito del precio de las acciones: en los últimos diez años, las acciones del banco han subido en el orden del diez por ciento, o alrededor del uno por ciento anual. Una cuenta de depósito en la institución habría devuelto mucho más.

Hay una segunda lección incrustada en el contraste entre MDC y el Banco X, y es la sabiduría popular de que la diversificación reduce el riesgo. Esta máxima, tan hogareña como la tarta de manzana, está plagada de peligros. Su ascendencia a las alturas indiscutibles de la sabiduría recibida proviene de la vívida imagen de ver cómo los ahorros de uno desaparecen debido a un error. Lo que no se registra es el costo de los resultados subóptimos que resultan de la diversificación excesiva que van desde la falta de trabajo de inversión, tarifas altas y, lo más peligroso de todo, complacencia que permite ignorar el único riesgo real a largo plazo, que es el riesgo de analizar mal el destino de una empresa. Tomemos, por ejemplo, la división en rodajas de salami de préstamos que están integrados en fideicomisos de titulización. La diversificación utilizada de esta manera intenta convertir la ignorancia en un activo. Hay algo de zeitgeist en este comportamiento: las empresas subcontratan rutinariamente partes de sus operaciones en nombre de la eficiencia, de hecho, el salami divide sus operaciones en funciones limitadas. Esto parece eficiente, al menos según lo capturado por los estados de pérdidas y ganancias de los primeros años, pero pocas empresas se preguntan: ¿qué se pierde en este proceso? A veces, lo que se pierde es el control de las operaciones subcontratadas, como los juguetes de origen chino de Mattel o el documental de la BBC sobre The Queen. Pero sobre todo es una falta de confianza en la institución por parte del cliente y, desafortunadamente, este sentimiento a menudo es correspondido. Si sabe que una hipoteca que le vendió un joven con granos contratados ahora reside en uno de los muchos balances de los fondos de cobertura, se sentirá diferente al respecto que si el gerente de su sucursal, que conoce a su papá durante cincuenta años, todavía la tiene en su cuenta. libros. Y el joven con granos se siente diferente si todo lo que tiene que hacer es vender su hipoteca. La despersonalización conduce inevitablemente a la deslealtad de los clientes y la mercantilización, y eso no es bueno para la rentabilidad a largo plazo, independientemente de lo que se lea hoy en la cuenta de beneficios.

### Cómo los errores pueden convertirse en valor presente neto positivo.

*“Siempre es un placer observar los errores ajenos”.*

Anon (¡Más bien, no encontré la fuente antes de publicar!)

Existe un argumento filosófico de que un error es solo un error si se le llama así; de lo contrario, es una oportunidad de aprendizaje. Nos parece el espíritu correcto. Nuestros dos



mayores errores analíticos (lo siento, oportunidades de aprendizaje) hasta la fecha fueron probablemente Conseco y Stagecoach. Hemos escrito extensamente sobre estos errores en el pasado, pero en el espíritu de la cita anterior haré un resumen: Conseco quebró después de pérdidas en sus fideicomisos de titulización de préstamos para viviendas prefabricadas que deterioraron el capital de su compañía de seguros y AM Best, la agencia de calificación de la industria de seguros. , declaró el negocio con una capitalización inadecuada. Nuestros errores analíticos fueron múltiples, pero el más grave fue anclar en el análisis en el momento de la compra para justificar la tenencia continua. La pérdida inmediata de dólares fue de alrededor de U \$ 5 millones para los inversores en Nomad. Sin embargo, la pérdida del costo de oportunidad, la pérdida en dólares ajustada por el desempeño posterior de Nomad (un reflejo más justo de los costos reales) es de alrededor de U \$ 10 millones.

Stagecoach fue un éxito en el sentido de que las acciones compradas a 14 peniques se vendieron a un máximo de alrededor de 90 peniques. Eso es hasta que uno busque en el Financial Times que se le recuerde que las acciones actualmente cotizan por encima de 2,50 libras esterlinas. El error fue dejar £ 1,60 sobre la mesa y también se debió al anclaje en el análisis de decisión de compra original (que requería un valor superior a 14 peniques), en lugar de pensar en el destino de la empresa en los próximos años. El costo de oportunidad del error Stagecoach es de aproximadamente U \$ 12 millones hoy (y contando).

El error analítico en ambos casos fue tener una visión estática de una empresa formada en el momento de la compra, que no evolucionó a medida que cambiaban los hechos. Este error se vio reforzado por juicios erróneos como la negación (los hechos habían cambiado) y el ego (no podemos estar equivocados). También hubo una dependencia excesiva en el análisis del tipo de relación precio / valor, que puede fomentar una gama más estrecha de resultados de lo que ocurre en la realidad. ¿Y qué aprendimos en Investing 101 de Lord Keynes: “*es mejor estar en lo general correcto que precisamente equivocado*”! En el momento en que cometimos estos errores, habríamos considerado cierta la cita de Keynes. Hay que tener mucho cuidado; a veces estos errores son muy insidiosos. Se informó que las últimas palabras de Keynes fueron “ *Debería haber bebido más champán* ”. Sin duda, tiene razón en ambos aspectos.

El análisis de destinos es conscientemente fundamental para la forma en que analizamos las empresas en estos días. Nos ayuda a hacer mejores preguntas y llegar al ADN de una empresa. Lo que aprendimos en Conseco bien puede habernos mantenido fuera de los bancos estadounidenses el año pasado, y lo que aprendimos en Stagecoach nos ha ayudado a seguir siendo dueños de Amazon. Estos dos beneficios han supuesto una ganancia combinada del orden de U \$ 60 millones durante 2007 para los inversores en Nomad. La matemática detrás de esta suposición es un dedo meñique en el aire y no está ajustada para errores de publicación de suscripciones, pero es direccionalmente correcta e implica que una gran proporción del desempeño de Nomad en 2007 provino de las lecciones aprendidas de los errores en 2003 y 2004. Piense en ello como un rendimiento de las pérdidas del año anterior. Y eso es solo una ganancia de un año. Si realmente hemos aprendido la lección, los avances también continuarán en los años futuros. Mientras tanto, ¡continuamos presionando contra la negación y el ego también!

### Consejos sobre cómo evitar cometer errores

Entender cómo el intelecto puede corromperse es probablemente el trabajo de una vida, algunos místicos

diría el trabajo de muchas vidas. Darse cuenta de los errores es una gran ventaja y rara vez se hace. Lo que sigue son tres errores que, en nuestra opinión, contribuyen a resultados más infelices que la mayoría. Estos son: la negación, es decir, la reinención de la realidad en la mente porque la verdad es demasiado dolorosa para soportarla; anclaje, que es una visión histórica estática de un problema; y la deriva, así es como los pequeños cambios incrementales en el pensamiento se convierten en un gran error. Agregue juzgar a la lista también, en el sentido de condenar o exaltar: esa disposición detiene mucho pensamiento racional y es casi omnipresente. Una de nuestras historias favoritas Buffett provenían de una entrevista con Walter Schloss realiza en el excepcional Investor Digest (junio 23 de<sup>rd</sup> 1989, [www.oid.com](http://www.oid.com))

Walter: *“Warren (Buffett) estaba jugando golf en Pebble Beach con Charlie Munger (vicepresidente de Berkshire Hathaway), Jack Byrne (presidente del Fondo de Bomberos) y otra persona. Uno de ellos propuso,*

*“Warren, si haces un hoyo en uno en este campo de 18 hoyos, te damos U \$ 10,000. Si no dispara un hoyo en uno, nos debe U \$ 10 ”. Warren lo pensó y dijo: "No acepto la apuesta". Los otros dijeron: “¿Por qué no lo haces tú? Lo máximo que puede perder es U \$ 10. Puedes ganar U \$ 10,000 ”. Warren respondió: "Si no eres disciplinado en las pequeñas cosas, no serás disciplinado en las grandes".*

He pensado en esta historia durante años, y dos cosas me llaman la atención: primero, Buffett tuvo que pensar en la respuesta, sin duda calculando las probabilidades y el precio. Siempre me siento aliviado de que las habilidades de Buffett tuvieran que ser aprendidas y perfeccionadas, ¡no eran simplemente innatas! En segundo lugar, Buffett reconoció que los pequeños lapsus en la disciplina tienen implicaciones: en otras palabras, estaba atento a la deriva.

Un truco para ayudar a ver el mundo con más claridad es invertir las situaciones. Un titular de periódico que dice que un tercio de la población quiere algo, también te dice que dos tercios no lo hacen. En nuestra opinión, el mejor libro para perfeccionar las habilidades de la inversión fue escrito por Terry Arthur en 1975 y se titula “El 95% es basura: una guía sencilla de la política británica”. Terry es una de las personas más modestas y reflexivas que Zak y yo hemos tenido el placer de conocer, y fue uno de los primeros inversores en Nomad. Adjunto a esta carta hay una copia de la segunda edición del libro de Terry, actualizado para la basura moderna. Una vez que haya leído este libro, le prometemos que no volverá a ver los hechos presentados de la misma manera. Para aquellos interesados en tales cosas, compramos nuestras copias a un precio con descuento en Amazon. Le recomendamos que compre una copia para todos sus seres queridos, también en Amazon, por supuesto.

### Errores en la fabricación. Mito: el síndrome de decir algo reduce el riesgo

En la biografía de John Rockefeller, "Titán", Ron Chernow describe cómo Rockefeller equiparó el silencio con la fuerza. En un incidente, se informó que Rockefeller dijo que *"los hombres débiles hablaban mal y hablaban con los periodistas, mientras que los hombres de negocios prudentes seguían sus propios consejos "*. Por lo tanto, el crecimiento impulsado por la adquisición de Standard Oil podría ser un problema, ya que la administración taciturna podría diluirse con una ingesta adquirida más locuaz. En una adquisición, Rockefeller estaba especialmente encantado de atrapar a Charles Lockhart, un escocés barbudo de modales fríos que era, en palabras de Rockefeller, *" uno de los hombres*

*de negocios más experimentados y autónomos "*. Durante las negociaciones para comprar su empresa, Lockhart escuchó con atención, pero apenas respiró una sílaba. Esto provocó el mayor elogio de Rockefeller, *" Ese tipo de hombre que me gustaría que fuera a pescar conmigo "*.

130

Tomando una hoja del libro de Lockhart, la pregunta es, ¿Zak y yo decimos demasiado? Por ejemplo, es interesante que dos de los fondos con mejor rendimiento de todos los tiempos no revelaron sus tenencias a los inversores. Estos fueron Buffett Partnership y Walter Schloss Associates, aunque Buffett escribió extensamente sobre cómo pensaba y abordaba la inversión en general. Y fue por una buena razón que no revelaron sus tenencias, no querían ser juzgados, cuestionados o algo peor (!) Como reveló Walter Schloss en la misma entrevista con el Outstanding Investor Digest,

OID (entrevistador): *¿Es cierto que incluso sus clientes no saben lo que les está comprando?*

Walter Schloss: *Eso es correcto. Y una pequeña historia podría ayudar a explicar por qué no les contamos*

*lo que poseemos. Uno de nuestros socios dijo:*

*Walter, tengo mucho dinero contigo. Estoy nervioso por lo que tienes "*

*Entonces, hice una excepción y dije:*

*"Les diré algunas cosas de las que somos dueños"*.

*Mencioné los bonos ferroviarios en quiebra y un par de otras cosas que teníamos. Dijo: "No puedo soportar saber que eres dueño de ese tipo de acciones. Tengo que retirarme de la sociedad "*

*Murió aproximadamente un año después. Esa es una de las razones por las que no nos gusta dar detalles a las personas "*

OID: *No debe culparse a sí mismo. De todos modos, podría haber muerto.*

(¡Por otra parte, es posible que no!) Invirtamos por un momento: cuando pensamos en nuestras empresas participadas, las empresas que felizmente seríamos dueños sin noticias de ellas durante años son aquellas en las que tenemos la mayor confianza de alcanzar un destino favorable: son las empresas que creemos que funcionarán. También son las participaciones más grandes de Nomad. Son las empresas menos seguras sobre las que nos sentimos más inseguros las que parecen exigir una atención más regular. Si hay demanda para nuestra lista de existencias, ¿es eso lo que nuestros clientes están preguntando inconscientemente? ¿Un poco de agarre por favor porque falta la confianza? ¿Y qué dice eso de los informes mensuales que pasan por norma de la industria? Gracias por ayudarnos a evitar ese error. Nuestra redacción semestral puede ser tan irracional como los informes mensuales, pero ¿con qué frecuencia se vuelve racional la redacción de cartas? Probablemente cuando uno tiene algo significativo que decir. ¡Dios, eso no es muy a menudo! Una disposición de Charles Lockhart abogaría por un horario ad hoc, en lugar de un diario, para la escritura de cartas. Quizás esto sea algo a seguir en el futuro.

En cartas anteriores hemos discutido la disfuncionalidad de revelar ideas de inversión específicas. Los problemas son principalmente psicológicos e incluyen el bloqueo de una idea, el deseo de parecer coherente, el deseo de parecer prudente a los ojos de otras

personas, etc. Luego está el efecto de la inversión imitadora, los corredores que negocian contra nosotros y, como descubrió Walter Schloss, lidiar con Nellies nerviosos, etc. En esta carta hemos ampliado un poco el tema.

Es tentador ver la distribución gratuita de nuestra lista de existencias como un error no forzado e innecesario, por lo que un curso de acción sería dejar de enviarlos. Sin embargo, si nos detuviéramos, eso también supondría que la lista solo se usó para lo peor (¡y ya he insistido en ser crítico en esta carta!). Sabemos que algunos socios tienen una curiosidad natural y saludable para ver cómo se invierte su dinero (¡si se cambiaran las tornas, nosotros también lo haríamos!) Y Zak y yo hemos aprendido mucho de la ingeniería inversa de las participaciones de otros, por lo que lo haremos Continuar divulgando nuestras participaciones, aunque en publicación separada.

131

Le pedimos que examine su motivación para estudiar nuestra lista de existencias. Si, por ejemplo, cree que está monitoreando el riesgo de inversión al monitorear los precios de las acciones de las empresas participadas, quizás Nomad no sea para usted. En nuestra opinión, la volatilidad histórica y transitoria de la cotización de las acciones no es lo mismo que el riesgo de inversión. De hecho, todo lo contrario. Sin embargo, si estudia nuestras posesiones a través de un placer por el arte de invertir, nuestros libros están abiertos para usted (bueno, con un retraso).

Los inversores comprenderán que la mayor difusión de nuestras ideas es contraria a los intereses de todos los socios. Como siempre, nuestra preferencia es que la lista de existencias permanezca privada y le recordamos que el contenido de estas cartas no debe reproducirse sin permiso. Esperamos que lo entienda.

#### Nos enfocamos en lo que controlamos

El siguiente extracto está tomado del relato del reverendo Norman O'Neal sobre la vida de San Ignacio de Loyola. Antes de la conversión, Ignacio había sido soldado en el ejército español y resultó herido en una batalla con los franceses.

*“Durante las largas semanas de su recuperación [de Ignatius] , estaba extremadamente aburrido y pidió algunas novelas románticas para pasar el tiempo. Por suerte no había ninguno en el castillo de Loyola, pero sí un ejemplar de la vida de Cristo y un libro sobre los santos. Ignatius, desesperado, empezó a leerlos. Cuanto más leía, más consideraba que las hazañas de los santos valían la pena imitar. Sin embargo, al mismo tiempo, seguía teniendo ensoñaciones de fama y gloria, junto con fantasías de ganarse el amor de cierta noble dama de la corte. La identidad de esta dama nunca se ha descubierto, pero parece haber sido de sangre real. Sin embargo, notó que después de leer y pensar en los santos y en Cristo, estaba en paz y satisfecho. Sin embargo, cuando terminaba sus largas ensoñaciones con su noble dama, se sentía inquieto e insatisfecho ”.*

Pobre Ignacio. Se puede ver cómo algunos le atribuyen la siguiente oración:

*“Dame la fuerza para aceptar lo que no puedo cambiar, la coraje para cambiar lo que puedo, Y la sabiduría para notar la diferencia ”.*

Es una declaración muy hermosa y es útil para pensar en la Asociación. En nuestra opinión, el mayor riesgo de invertir es el riesgo de análisis incorrecto. Buscamos controlar este riesgo a través de la calidad de nuestra investigación, especialmente mediante la aplicación de lo aprendido. La calidad de nuestras decisiones basadas en la investigación determina abrumadoramente si lo haremos bien a largo plazo. Pero casi no tiene influencia sobre el momento de estos resultados. Zak y yo no controlamos las cifras de rendimiento anual. Sería bueno si lo hiciéramos. Pero no lo hacemos.

¡Le animamos a que también se concentre en lo que controlamos!

Para nuestros socios, es un gran mérito que nunca hemos tenido solicitudes de mano y, con la excepción de un amigo mío que estudia las tablas de precios de las acciones en lugar de las empresas y, por lo tanto, permanecerá sin nombre, no hay reembolsos. Sería maravilloso si esto fuera porque nuestros socios tienen una indiferencia estoica hacia los resultados a corto plazo. Y mejor aún si esto fuera porque los socios leen nuestras cartas, conocen la filosofía y metodología de lo que hacemos, y saben que ese es el motor.

132

de éxito futuro.

Nuestro objetivo es tener la misma relación con los socios durante los períodos de bajo rendimiento que durante los buenos tiempos. Y nuestro objetivo es lograrlo alentando a nuestros socios a centrarse en las cosas que controlamos. Ese es un gran objetivo, y entendemos que lo que pedimos va en contra de la naturaleza humana. Mi padre trabajaba como geólogo para Abu Dhabi Oil Company a principios de la década de 1960, y el lema no oficial entre los ingenieros era “*apunta alto y agarra lo que puedas mientras caes*”. Es en el espíritu de apuntar alto que le pedimos que se concentre en las entradas en lugar de en las salidas. Es lo más racional que se puede hacer. Si todos estuviéramos concentrados en lo que se puede controlar, ¡sería algo especial!

Un truco para ayudar a la mente racional es unir nuestros períodos de buen desempeño con nuestro mal desempeño. Le animamos a que baraje mentalmente el excedente de los años buenos y lo asigne al déficit de los años malos. ¡Especialmente los futuros años malos, por favor! Mejor aún, elimine los adjetivos que se usan para describir los años. De esa forma uno puede aceptar la vida tal como es. Después de todo, independientemente del orden en que caigan los resultados anuales, el destino será el mismo.

### Limpieza interna

Northern Trust ha sido designado como banco custodio, la transición del operativo predominante se llevó a cabo en noviembre y todo transcurrió sin problemas. Esto completa la transición que comenzó hace dos años con el reemplazo del administrador titular (el mismo proveedor) por la excelente gente de Phoenix Financial Services (llame a Phoenix +353 1 845 8161 para hacer sus consultas sobre el estado de cuenta). Es de esperar que haya poco contacto con Northern Trust; sin embargo, si surge la necesidad, llame a Marcia Denham al +44 207 982 2213.

Nomad significa mucho más para nosotros que simplemente administrar un fondo. De joven me separé de la inversión del resto de mi vida, como si fueran mundos diferentes. Ésta es una construcción falsa. Otro error. Lo que aprendemos de la vida hogareña nos ayuda a ser

mejores inversores, y lo que aprendemos como inversores nos ayuda a ser mejores esposos y padres. Al final, toda realidad tiene que respetar todas las demás realidades.

Nomad es un viaje racional, metafísico, casi espiritual (sin la arena y los camellos, aunque Zak puede estar más feliz con ellos). Y de eso se trata una vida plena. Gracias por tu apoyo.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

\* Sleep, Zakaria and Company, Ltd., fue nombrado asesor de inversiones de Nomad Investment Partnership

133

con efectos del 12 de septiembre 2006, en sustitución de Marathon Asset Management que había sido asesor de inversiones de la Asociación desde su creación. Antes de esta transición, Nicholas Sleep y Qais Zakaria eran responsables de la gestión de inversiones de Nomad mientras eran empleados de Marathon Asset Management. Los socios deben tener en cuenta que la naturaleza misma de la transición de Marathon a Sleep, Zakaria and Company, Ltd., significa que la Asociación no se beneficia del mismo soporte de infraestructura de back office que solía recibir. En esta carta usamos el término "Socios" como un término genérico que se refiere a todos los inversores de Nomad, ya sean accionistas del fondo subordinado (Nomad Investment Company) o socios limitados de la Asociación y no, en el sentido estricto y legal de la palabra, para implicar la creación de una sociedad entre los accionistas del fondo alimentador, Nomad y / o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizado y regulado por la FSA (No. 451772). Este documento de investigación solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Nomad Investment Partnership ("el Fondo") no es un esquema reconocido bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 ("FSMA") y, por lo tanto, los inversionistas en el Fondo no se beneficiarán de las reglas y regulaciones establecidas bajo FSMA para la protección de inversores ni del Plan de Compensación de Servicios Financieros. Los rendimientos de la cartera se basan en el aumento del valor de los activos por unidad antes de una deducción por comisiones de gestión y comisiones de rendimiento y han sido calculados de forma independiente por el Administrador del Fondo. El valor de las Acciones, y cualquier ingreso derivado de ellas, puede subir o bajar y un inversor puede no recuperar, en el momento del reembolso de sus Acciones, la cantidad invertida. El rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Ni Sleep, Zakaria and Company, Ltd., ni sus directores o empleados garantizan la precisión, idoneidad o integridad de la información contenida en este documento ni Sleep, Zakaria and Company, Ltd. expresamente se exime de responsabilidad por errores u omisiones en dicha información. Sleep, Zakaria and Company, Ltd. o cualquiera de sus directores o empleados no brindan garantía de ningún tipo implícita, expresa o legal en relación con la información contenida en este documento. Bajo ninguna circunstancia este documento, o cualquier parte del mismo, puede ser copiado, reproducido o redistribuido sin el permiso expreso de un

director de Sleep, Zakaria and Company, Ltd. Oficina registrada: 1a, Burnsall Street, Londres, SW3 3SR, Inglaterra © Sleep , Zakaria and Company, Ltd.

## Apéndice

Querido .....

Gracias por su carta informándonos de sus preocupaciones con las condiciones en Sudán y vinculando esto con cualquier inversión que Nomad pueda tener. Zak y yo estamos de acuerdo en que las condiciones en Darfur son espantosas y simpatizamos con el deseo de hacer algo al respecto.

Como Nomad no tiene inversiones entre la lista de empresas proporcionada, sería fácil para nosotros dejarlo así. (¡Uf!) Sin embargo, la lógica de la proposición levantó una ceja o dos aquí, y hay algunos principios interesantes en pie, así que ¿puedo explicarlo?

No necesariamente desinvertimos nuestras acciones en empresas porque no estemos de acuerdo con una actividad particular de esa empresa. Dios no lo quiera, ¡no quedaría nada en lo que invertir! Estoy seguro de que mientras escribo esto, alguien, en algún lugar de una empresa participada, está haciendo algo que Zak y yo lamentaríamos mucho, y vivimos con esa realidad.

Incluso si decidiéramos hacer una excepción a la actividad de una empresa, ¿funcionaría desinvertir nuestras acciones? Según nuestra experiencia, estar dentro de una empresa tiene muchas más probabilidades de influir en el comportamiento que estar fuera. Después de todo, ¡las acciones vienen con votos! De hecho, si todos los que estuvieron de acuerdo con el

134

propuesta vendió sus acciones a aquellos que no estaban de acuerdo, ¿no correría el riesgo de atrincherar las actividades de la empresa? Nos parece que un debate abierto tanto dentro como fuera de una firma tiene mayores esperanzas de influencia que un escenario donde la dirección puede esconderse en la sala de juntas protegida por el apoyo de sus accionistas.

Nomad es un fondo mancomunado (no un fondo segregado a medida) y, si desinvertimos en una inversión por lo demás sólida, tal vez a un precio deprimido por otros que persiguen la estrategia propuesta, otros inversores de Nomad nos pueden criticar con razón por poner los intereses del proponente por encima de los suyos. ¡Esa no es una conversación que me encantaría! Invirtamos la situación: ¿cómo se sentiría el proponente si otro inversor en Nomad propusiera desinvertir una serie de empresas debido a un problema que no le interesaba mucho?

Estoy seguro de que algunos inversores de Nomad tienen opiniones diferentes a las nuestras sobre, por ejemplo, el tabaco, el alcohol y las armas (todo permitido) y todos nos llevamos bastante bien con el mandato general de aumentar el capital a largo plazo. Por supuesto, la forma en que los inversores eligen gastar sus ganancias al invertir en Nomad depende de ellos.

Si bien la motivación es comprensible, las consecuencias de la propuesta y las consecuencias de las consecuencias (el "qué después" de la situación) pueden no ser lo que se deseaba.

Entonces, para ser claros, Zak y yo no estamos de acuerdo con la lógica racional de la propuesta, y consideraríamos hacer una inversión en, digamos, Rolls Royce, si llegamos mañana y el precio de la acción es de £ 1.

De hecho, ¡todos deberíamos tener tanta suerte!

Con los mejores deseos

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

135

## Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall  
Londres  
Inglaterra  
SW3 3SR  
T: +44 (0) 20 7101 1960  
F: +44 (0) 20 7101 1965

**Asociación de inversión nómada**

**Carta interina**

**Por el período terminado el 30 de junio de 2008**



	<u>Camaradería</u> *	<u>Índice</u> (neto) <u>US \$</u>
Seguimiento:		
Un año	-18,2%	-10,7%
Dos años	5,9	10,4
Tres años	16,7	29,1
Cuatro años	47,3	42,1
Cinco años	107,8	76,1
Seis años	155,6	71,9
Desde el inicio (septiembre 10 °2001)	193.0	62,5
Anualizado desde el inicio		
Antes de comisiones por desempeño	+ 17,1%	
Después de las comisiones por desempeño	+14.1	+ 7,4%

Las cifras anteriores no están auditadas, se presentan sobre una base acumulativa y, como siempre, son antes de las comisiones de rendimiento. A continuación, se presentan los mismos resultados en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, la tabla superior es la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

A junio 30 de <sup>xx</sup> de 2008:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo</u> <u>MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice</u> (neto) <u>US \$</u>
Resultados del año calendario:		
2008 (El año hasta la fecha)	-20,8%	-10,6%
2007	+21,2	+ 9,0
2006	+13,6	+20,1
2005	+9,2	+9,5
2004	+22,1	+14,7
2003	+79,6	+33,1
2002	+1,3	-19,9
2001 (inicio Sept 10 °2001)	+10,1	+3,6

Desde el comienzo del año, los intereses de la sociedad limitada en Nomad Investment Partnership y los intereses de los accionistas en Nomad Investment Company han disminuido alrededor del veinte por ciento en precio, lo que significa que un dólar invertido en la Sociedad al inicio ahora estaría valorado en alrededor de dos dólares con noventa -tres centavos. Como de costumbre, cotizamos el rendimiento antes de los pagos de la comisión de rendimiento, ya que el obstáculo dependiente del tiempo de Nomad significa que los inversores con diferentes fechas de compra también tendrán diferentes experiencias de comisiones netas. La sustracción de las comisiones por desempeño de las cifras anteriores significa que, sea cual sea la experiencia, será menos favorable que las presentadas. La única excepción son los primeros seis meses de este año, cuando la reserva reembolsable de la

comisión de rendimiento fue, de hecho, reembolsada al crédito de los socios limitados y accionistas. En efecto, los inversores a partir de enero 1<sup>st</sup> consiguieron algo, y ese algo fue una ganancia de alrededor de dos y medio por ciento del valor del activo neto (NAV). A finales de 2007, ese mismo dos y medio por ciento del NAV parecían comisiones de rendimiento a la espera de que nos pagaran a Zak ya mí con el tiempo. Hoy en día, si estuviera con nosotros en Enero 1<sup>st</sup>, que está asentado en su cuenta. Este sistema equitativo puede ser bueno para el alma, pero no es bueno para los derechos de fanfarronear en un cóctel: Zak y yo nos miramos los zapatos cuando nos preguntan "*déjame aclarar esto: ¿devolviste dinero a tus clientes?*" Si bien no nos importa especialmente la aprobación de nuestros compañeros, estamos trabajando duro para al menos poder mirarlos a los ojos. Y solo hay una forma de hacerlo: mejor rendimiento a lo largo del tiempo.

Todo esto se compara con un rendimiento del índice de alrededor de menos once por ciento y significa que un dólar invertido en los mercados al inicio de Nomad vale alrededor de un dólar con sesenta y dos centavos en la actualidad. Nos sorprendió un poco descubrir que el índice había funcionado tan bien cuando algunos de los índices de los países bajaron entre el trece por ciento (para el S & P500) y el veinticuatro por ciento (para el DJ Euro Stoxx 50, en términos de moneda local, fuente, Bloomberg ), aunque la debilidad del dólar significa que la rentabilidad de los activos en el exterior para un inversor estadounidense será algo mejor. Nuestra curiosidad por descomponer los rendimientos de los índices, fugaz en el mejor de los casos, se vio atenuada por la solicitud de Morgan Stanley de una tarifa de suscripción para desbloquear su metodología de composición de índices. Demasiado caro a cualquier precio fue nuestra conclusión; lo que hacen los índices nos importa poco, y decidimos ahorrar dinero y mantener bajos los gastos. La envidia del índice no es una ruta hacia retornos descomunales y, al final del día, es deslumbrantemente obvio que nuestros retornos relativos son los que son porque no somos dueños de lo que todos los demás están persiguiendo, pero más sobre eso más adelante en esta carta.

Desde la crisis asiática no creo que Zak y yo hayamos estado tan "equivocados", medido por las posteriores caídas en los precios de las acciones, tan rápidamente después de la compra como lo hemos estado en los últimos doce meses. Nos consideramos inversores contrarios, basados en el valor. Por lo general, lo que compramos es odiado y tiene un valor razonable. Cuando las inversiones pasan de ser odiadas y razonables a despreciadas y baratas, algo suele subir en los mercados. Y lo que pasa será el tema de esta carta.

En nuestra experiencia, los administradores de inversiones tienden a discutir las acciones individuales como una herramienta de marketing. A la gente le gustan los nombres de acciones. Otros no hablan de acciones en absoluto, o comprenden las poderosas razones psicológicas para no hacerlo, o tal vez poseen acciones durante períodos tan cortos que hay poco que impartir. Nos gustaría apuntar a una tercera ruta. Me encontré con este proverbio chino en un libro de cocina, de todos los lugares, pero resume nuestro enfoque para impartir información: "*Dime y lo olvidaré, muéstrame y tal vez recuerde, involúcrame y lo entenderé*". Con este espíritu, analizaremos tres compras "incorrectas" recientes de empresas de tres industrias diferentes en tres continentes diferentes. (Parece que nuestras hábiles habilidades de compra del beso de la muerte no conocen límites industriales o geográficos. Una nota para la dirección de la empresa: si recibe una llamada nuestra solicitando una reunión exploratoria con miras a

Nomad está haciendo una inversión y usted se preocupa por el rendimiento a corto plazo de sus acciones, ¡no responda a nuestra llamada!) En esta carta describiremos la mayor fuente de riesgo (como definimos riesgo: la pérdida permanente de valor por acción) en el cartera hoy. Finalmente, discutiremos quizás el tema más importante para todos los inversores: la duración o, para decirlo de otra manera, saber quién es usted. En primer lugar, ilustremos el estado de la cartera con tres ejemplos de acciones. Nomad es el mayor accionista extranjero en el primero; el mayor accionista global en el segundo, y Nomad ya no es accionista de la empresa final, aunque lo fue durante los últimos seis meses.

### Air Asia, Games Workshop y MBIA

*"Debe haber alguna forma de salir de aquí, dijo el bromista al ladrón, hay demasiada confusión, no puedo encontrar ningún alivio. Los hombres de negocios beben mi vino, los aradores cavan mi tierra, ninguno de los de la línea sabe qué". todo vale la pena "*

Fuente: "All Along the Watchtower" del álbum "John Wesley Harding" de Bob Dylan, 1967

Air Asia es la aerolínea de bajo costo más grande de Asia y es probablemente la aerolínea de menor costo del mundo. La firma ha tomado prestado mucho del modelo de operaciones de Southwest Airline (una configuración de red punto a punto, venta de boletos en línea, sin asientos reservados, un tipo de avión). El efecto es que los costos, incluido el combustible, rondan los 3 centavos (EE. UU.) Por asiento por kilómetro (a diciembre de 2007). Los costos son muy importantes cuando el producto es, más o menos, una mercancía indiferenciada, y 3c se compara con alrededor de 4.5c en Ryanair, 5.5c en Southwest o, lo que es más importante, 4.5c en la rival malaya Airlines. Esta ventaja de costos se comparte con los clientes en forma de tarifas bajas, aunque la empresa también ha tomado prestado de Ryanair, quien extendió el modelo Southwest para incluir mejoras en los ingresos, como incentivos de ventas para el personal de cabina, productos auxiliares y cobrar por la complejidad, como múltiples pantalón. Incluso después de tener en cuenta estos complementos, los ingresos promedio por asiento-kilómetro en Air Asia son menores que los costos por asiento-kilómetro en Malaysia Airlines. Por ejemplo, nuestra primera consulta en línea reveló que un vuelo entre Kuala Lumpur y Bangkok, una distancia de 730 millas (aproximadamente lo mismo que Nueva York a Chicago), de ida, reservado con unos meses de anticipación, se puede obtener por M \$ 75. , o U \$ 22. Eso es U \$ 8 por boleto más barato que la tarifa con súper descuento de la aerolínea malaya, o U \$ 120 más barata que la tarifa normal de Malasia. El producto es relajado y alegre, y la imagen no es diferente de los primeros días de Southwest Airlines cuando " *las tarifas bajas y el servicio de Southwest eran tan escandalosos como sus uniformes* ", (fuente: "¡Locos! Receta loca de Southwest Airline para el éxito comercial y personal" por Freiberg y Freiberg), aunque Zak me dice que las botas de tacón alto hasta la rodilla que usaba el personal de cabina de Southwest en la década de 1970 no eran evidentes cuando visitamos Air Asia (y vaya, ¡se veía!). El cliente, como era de esperar, corresponde, y los aviones funcionan (en términos de aerolíneas) llenos.

Air Asia es un ejemplo de economía de escala compartida, que como Amazon, Costco, Carpetright y elementos de otras empresas de la cartera (Geico, Nebraska Furniture Mart) han llegado a dominar Nomad (alrededor del 45% de la cartera). Air Asia es la primera aerolínea de bajo costo de tamaño considerable, profesional, propiedad y dirigida por empresarios que opera en Asia y, dado que la empresa comenzó a operar en 2002, estos son días pioneros. Por ejemplo, no sabemos qué tan grande es el mercado de viajes de bajo costo en Asia, aunque U \$ 22 a Bangkok nos parece un mercado estimulante. Las operaciones de empresas conjuntas en Tailandia e Indonesia ofrecen una base de población siete veces mayor que el mercado nacional de Malasia y es por esta razón que la empresa tiene 175 A320

aviones en orden. El precio negociado de los A320 es, hasta donde sabemos, el precio más bajo pagado por cualquiera por los A320 y la firma ha asegurado un precio más bajo garantizado para una aerolínea asiática de Airbus para sus aviones. Entonces, sobre el papel, Air Asia podría ser el negocio más fantástico.

Pero hay arrugas: la financiación de los nuevos aviones no está del todo asegurada y los prestamistas están nerviosos. 175 aviones es una gran cantidad de capacidad (un tercio del tamaño de Southwest, que ha estado en funcionamiento durante 40 años). Todas las naciones asiáticas sienten que deben tener una bandera, una canción, un automóvil nacional y un portaaviones. Malaysia Airline Systems, desde hace mucho tiempo la ineficiente aerolínea de bandera apoyada por el gobierno está resurgiendo y está liderando una guerra de precios. El petróleo cuesta U \$ 140 el barril.

Aun así, la empresa obtiene un margen razonable sobre el costo de capital de sus aviones, al tiempo que impone precios a otras aerolíneas, lo que las deja operando con rendimientos subeconómicos. Esta es una combinación poderosa e implica que, al final, la empresa ganará en el mercado. No tenemos ego invertido en nuestro análisis (al menos, no creo que lo hagamos: si quieres tomar decisiones racionales, deja tu ego atrás), los resultados se aprovechan y las personas perfectamente razonables podrían llegar a conclusiones diferentes en cuanto a los méritos de inversión de la empresa. Sin embargo, hoy luchamos con el precio de las acciones en el mercado de valores, lo que parece valorar a la empresa con un descuento significativo sobre el valor de la flota de aviones de propiedad de la empresa. En resumen, el mercado ha llegado a la conclusión de que Air Asia, a pesar del potencial descrito anteriormente, no debería existir. Esto no tiene sentido; como tal valoración implicaría que los asiáticos del sudeste, que son algunas de las personas más conscientes de los precios del planeta, ¡no quieren tarifas aéreas baratas!

### Taller de juegos

Games Workshop fabrica, distribuye, vende al por menor y fomenta la familia de juegos de mesa Warhammer, piense: el equivalente moderno de los soldados militares de hojalata. Es la empresa más grande de su tipo en el mundo, aunque este es un mercado pequeño pero en crecimiento. Los clientes son principalmente niños de entre 11 y 14 años (ya no niños, ¡pero antes de que el interés por las niñas se apodere de ellos!) Y el crecimiento proviene, en parte, del boca a boca. Los aficionados deben tener los mismos soldados entre sí para cumplir con las historias que rodean las escenas de batalla (de lo contrario, ¿por qué luchan estos bandos?), Por lo que Warhammer es un estándar y, si quieres jugar con tus amigos, tienes que venir a nuestras tiendas. La firma creció de manera constante y rentable, aunque de manera poco espectacular durante muchos años hasta que, es decir, la línea de modelos El señor de los anillos. Estos fueron muy exitosos desde la perspectiva de los ingresos y el flujo de caja. Sin embargo, las ganancias inesperadas de El señor de los anillos se invirtieron en enormes instalaciones de fabricación (que ahora funcionan con un 30% de utilización), se financiaron nuevas tiendas en geografías marginales y se estableció una complacencia general con el negocio, como se muestra en el siguiente extracto del preámbulo del presidente a las cuentas de 2007 dejan claro:

*“Entonces, ¿quién era el enemigo?*

*“¿Está girando el mundo de tal manera que la humanidad ya no quiere ni necesita pasatiempos? No. Toda la evidencia que veo, con una prosperidad creciente y un mayor tiempo libre, es un aumento en los pasatiempos. ¿Quizás es solo coleccionar, pintar y jugar a juegos de guerra con miniaturas lo que está pasado de moda? La evidencia nuevamente dice que*

*no. Demasiadas de nuestras tiendas en todo el mundo y sus cuentas independientes vecinas están en buen crecimiento para que eso sea cierto. ¿Los juegos de computadora, y especialmente estos nuevos juegos de rol en línea, finalmente mordieron a Games Workshop? Hemos vivido en feliz armonía con los juegos de computadora durante toda nuestra vida comercial, nuestros clientes juegan juegos de computadora (también comen y ven películas) pero no a expensas de su pasatiempo. Los recientes MMORPG extraordinariamente populares*

139

*[los juegos de rol multijugador masivo en línea], creo, no nos habrían recortado un poco en los bordes si hubieran estado en competencia directa, nos habrían aniquilado. ¿Nos están matando nuestros gastos generales? Bueno, sí, podrían haberlo hecho, pero no impiden que vendamos cosas. ¿Es un cambio en la sociedad? No. ¿Demografía? No. ¿Recesión mundial? No no no. Fuimos nosotros.*

*“Engordamos y nos volvimos perezosos gracias al éxito fácil. Nos olvidamos del servicio al cliente y olvidamos que el trabajo duro es y siempre ha sido el camino hacia el éxito. Olvidamos que somos una empresa que busca ganancias y le gusta pagar el excedente de efectivo a sus propietarios.*

*Lo que no se esperaba era que se necesitaran dos años malos y una gestión*

*reorganización para que los problemas se tomen en serio. En algún momento, muchos de nosotros pensamos que vender, sudar y ahorrar eran el trabajo de otra persona. Bueno, no lo son.*

*Ese es mi trabajo y el trabajo de todos nosotros aquí en Games Workshop ”.*

Si los problemas son autoinfligidos, generalmente están dentro de las facultades de la empresa para solucionarlos. Según el presidente, la empresa está " muy bien financiada " y esto implica que el flujo de caja libre superará significativamente las ganancias netas y aumentará más rápido que los ingresos: todo bien, entonces, para la rentabilidad prospectiva. Aun así, la valoración actual implica que la empresa vale poco más que su inversión en planta y equipo. Para decirlo de otra manera, como Air Asia, el mercado está diciendo que la empresa no debería existir. Dejaremos que los padres den la noticia a sus hijos que juegan a Warhammer.

## MBIA

La Municipal Bond Insurance Association (MBIA) es la compañía de seguros de bonos más grande del mundo. Se proporciona un seguro contra los pagos de capital e intereses de un bono en caso de impago por parte del emisor del bono. El problema reciente ha sido que cuando los precios de las primas bajaron, la Asociación de Seguros de Bonos Municipales no se apegó a los bonos municipales y comenzó a respaldar las pérdidas de otros tipos de crédito, más notoriamente bonos emitidos contra los poderes de recaudación de impuestos de un municipio, pero valor estático de las hipotecas titulizadas. Bueno, ha sido un desastre perfecto. Compramos acciones después de que la empresa redujo considerablemente su valor patrimonial, recaudó capital dos veces, cambió de administración y después de que la nueva administración comprara acciones, y eso también ha sido un desastre (a juzgar por la posterior caída del precio de las acciones). Gran parte del debate se ha centrado en el tamaño de las pérdidas crediticias, ya sean U \$ 2 mil millones como lo indica la firma, o U \$ 6 a U \$ 8 mil millones como lo indican algunos escépticos, o U \$ 13,6 mil millones como lo implica el peor de los casos de Moody's. escenario, o mayor que el que implica el descuento del

precio de las acciones sobre los recursos de pago de reclamaciones de la empresa. Parecería haber un apalancamiento considerable al alza considerando el valor de mercado actual; sin embargo, cuestionamos nuestra, de hecho, la capacidad de cualquiera para juzgar con tanta precisión las pérdidas de U \$ 680 mil millones de activos asegurados. Ambas partes (largas y cortas) pensarán que tienen razón, y es quizás la inseguridad de sus propias posiciones lo que lleva a ambas a hacer valer sus casos en los medios de comunicación, en conferencias de inversión e Internet.

Si bien nuestro interés fue despertado por el aparente descuento de la acción frente a todo lo que no fuera el peor escenario de pérdidas, en otras palabras, las probabilidades parecían atractivas, el caso de inversión desde nuestra perspectiva fue algo diferente. El valor de mercado de la firma se aproximaba al capital retenido en la compañía controladora y fácilmente distribuido de las subsidiarias de seguros y atribuye un valor mínimo a los contratos de seguro vigentes suscritos por las subsidiarias. Por tanto, existe la posibilidad de que se cree una nueva empresa de seguros separada de la anterior. Los viejos pueden dejarse en escorrentía con los eventuales excedentes utilizados para financiar la recompra de acciones al

140

sociedad holding o nuevos negocios a nivel de subsidiaria. Entonces, a primera vista, parece haber muchas opciones abiertas para la empresa, pero para comprender por qué vendimos nuestro MBIA, primero se debe discutir el riesgo de dilución.

### Riesgo de dilución

El riesgo de dilución se produce cuando las empresas emiten acciones por un valor inferior al valor de la empresa. Este riesgo siempre está con nosotros, pero es más pernicioso en los puntos bajos del mercado de valores. Tomemos un ejemplo, no totalmente teórico: una empresa vale, en condiciones normales de mercado, digamos U \$ 2 mil millones, divididos por 60 millones de acciones o U \$ 33 por acción. Un comprador orientado al valor puede comenzar a comprar acciones en alrededor de U \$ 15, pensando que ha comprado billetes de un dólar por menos de 50 centavos. Pero, ¿qué pasa si la firma emite, digamos, 30 millones de nuevas acciones a U \$ 10 para financiar U \$ 300 millones de pérdidas cíclicas? En este escenario, el valor intrínseco por acción, ajustando los U \$ 300 millones en pérdidas, cae de U \$ 28 a U \$ 22. Las compras realizadas a U \$ 15, que se cree que están a 47 centavos por dólar de valor, resultan haberse realizado a 68 centavos por dólar. Peor aún, el riesgo de dilución se acelera a medida que baja el precio de la acción: si la empresa obtiene la misma cantidad de capital nuevo (U \$ 300 millones) a U \$ 5 por acción, el valor intrínseco después de la obtención de capital cae a U \$ 16 por acción; y si se obtiene capital a un precio de U \$ 1 por acción, el valor intrínseco luego cae a U \$ 5,50. En el ejemplo final, las compras originales hechas a U \$ 15, a lo que se pensaba que era menos de la mitad del valor, ¡terminan probando que se hicieron a tres veces el valor intrínseco! Los inversores pueden protegerse de este riesgo aportando su participación proporcional en cualquier nueva captación de capital. El problema surge cuando los inversores comienzan a cuestionar el tamaño de la captación de capital. ¿Quizás la firma necesita más de U \$ 300 millones? ¿El negocio realmente vale U \$ 2 mil millones? ¿Cómo podemos saberlo con certeza? La duda se manifiesta en nuevas caídas del precio de las acciones y aumenta la dilución por no participar en una captación de capital. El riesgo de dilución proviene de la duda sobre el análisis original de uno.

Los vendedores en corto lo saben y, si bien es tentador criticar sus documentos de marketing de 150 páginas de amplia circulación (es interesante que, por el contrario, los largos tienden a guardar sus mejores ideas para sí mismos), el anonimato regulado de los cortos, su deseo de mantener la duda y genera un resultado (es decir, colocación de acciones) lo que realmente están probando los cortos es la convicción de los accionistas, y en este nivel, en nuestra opinión, los tenedores institucionales también tienen mucho que responder. Por ejemplo, el riesgo de dilución prácticamente desaparece si los grandes accionistas institucionales respaldan la obtención de capital a precios razonables. Esto requeriría una visión firmemente sostenida de lo que vale una empresa, accionistas y administración que no jueguen con el sistema (más raro que los dientes de gallina) y que se haga mejor, en nuestra opinión, a través de derechos (con derechos no asumidos por grandes titulares). Tomemos, por ejemplo, el acuerdo entre Assured Guaranty y Wilbur Ross. Parece que Ross acordó proporcionar hasta U \$ 750 millones a la empresa cuando, cuando y si la empresa lo requiera. La dirección es libre de recaudar capital en otro lugar si así lo desea. En efecto, Ross ha recorrido un largo camino para suscribir el valor de las acciones (aunque no del todo) y, por el momento, las acciones se negocian en torno al valor en libros. Ninguna de las otras compañías de seguros de bonos, incluida MBIA, tiene este acuerdo y todas cotizan muy por debajo de los libros.

Los cortos saben que las instituciones son débiles. Y las propias instituciones saben que son débiles. Son débiles porque, si bien el capital social es capital permanente, los propietarios del capital social están orientados al corto plazo. Los administradores de dinero institucionales parecen razonar: ¿por qué tomar una posición hoy cuando las acciones podrían estar a la mitad de este precio si espero, y por qué comprar acciones hoy cuando podría obtener algunas acciones en una colocación a un precio aún más bajo? Es como si de repente no supieran lo que vale una empresa. Con una visión tan tímida, venden sus inversiones, a ellos mismos y a sus compañeros accionistas río abajo. Peor aún, la preferencia en los Estados Unidos por las posiciones sobre las cuestiones correctas (Dios, los bancos de inversión son buenos en marketing) significa que

141

los accionistas actuales pueden ser excluidos por completo del ciclo de captación de capital. Bajo este modelo de comportamiento de los participantes en el mercado de valores, el primer comprador contrario, que por sí solo es demasiado pequeño para influir en el resultado proporcionando el capital requerido, es severamente castigado. Por lo tanto, por más barato que pueda parecer MBIA, la perspectiva de una futura recaudación de capital significa que no se puede realizar una valoración del negocio por acción sin conocer el número de acciones en circulación, y no podemos saberlo hasta que sepamos el tamaño de las pérdidas y la magnitud de las pérdidas. precio de cualquier aumento de capital futuro. En este mundo de Alicia en el país de las maravillas, el mayor atractivo de las acciones, su aparente baratura, se convierte en el talón de Aquiles del inversor, y fue por ello que vendimos nuestras acciones de MBIA. Y es también por esta razón que las compras recientes de Nomad, que no son suficientes para recapitular negocios por derecho propio, y donde existe un riesgo de dilución significativo, han sido de tamaño modesto.

Entonces, ¿adónde se han ido todos los inversores a largo plazo que podrían estar respaldando negocios? En nuestra opinión, lo que estamos presenciando es el efecto de una generación o dos del predominio del personal de marketing y los gestores de riesgos en la función de gestión de inversiones. El modelo de negocio de muchas empresas no es realizar inversiones, investigar y proporcionar capital permanente; en cambio, el modelo de negocio es reunir y retener activos. Los administradores de fondos de tales organizaciones pueden tener un fuerte incentivo financiero para no arriesgarse y, en cambio, involucrarse en un capullo gris de carteras de acciones alquiladas. En otras palabras, los chicos de marketing

han ganado. Cuando le describí esta conclusión a un administrador de fondos, él respondió " pero, querido, siempre lo hacen ".

### Duración

A Tom Stoppard, el dramaturgo, se le atribuye el mérito de decir: “ Si una idea vale la pena tener una vez, vale la pena tenerla dos veces ” y es con este espíritu que volveremos a citar el trabajo de Jack Bogle. Los períodos de tenencia de inversiones de los inversores institucionales han disminuido de un promedio de siete años en la década de 1950 a menos de un año en 2006, según el Instituto Bogle. Bueno, estoy seguro de que Jack y sus colegas tienen razón, pero no podemos verlo en nuestras inversiones. ¡El período de tenencia promedio de las acciones estadounidenses en Nomad (excluyendo Berkshire Hathaway) es de cincuenta y un días! Eso es aproximadamente una vigésima quinta parte del tiempo que esperamos mantener una inversión. Aquellos que establecen los precios actuales para nuestras inversiones (los arrendatarios) no pueden tener un ojo en el valor a largo plazo, y ese, en pocas palabras, es el caso de inversión para Nomad.

Y eso plantea un punto importante: los costos del corto plazo, como el riesgo de dilución, son asumidos por los inversores cuando la dirección marca el precio de la acción en el mercado y emite acciones. En otras palabras, se soporta temprano en el ciclo de tenencia esperado de Nomad. Las ganancias del corto plazo, como nuestra capacidad para comprar acciones por un valor significativamente menor de lo que valen, tardarán mucho más en materializarse. En el ejemplo anterior, el comprador del 10% de la empresa a U \$ 15 por acción y el 10% del capital recaudado a U \$ 1 por acción al final obtendría una ganancia total de U \$ 80 millones sobre sus U \$ 120 millones invertidos, incluso ¡aunque su pérdida contable en el momento de la obtención de capital sería del 93,4%! Es dolor hoy y ganancia mañana. Nuestro análisis erróneo del riesgo de dilución en MBIA, por ejemplo, les ha costado a los inversores de Nomad alrededor del 1,5% del NAV este año, pero las ganancias de nuestra inversión continua en Air Asia, esperamos, harán que los inversores de Nomad obtengan un 20% del NAV en los próximos años.

Jack Bogle se refiere a su tesis de último año en la Universidad de Princeton con regularidad, a pesar de que fue escrita en 1951, y lo hizo nuevamente en el siguiente extracto de un discurso pronunciado en la Escuela de Negocios Haas de la Universidad de California en octubre de 2006:

142

*“Entonces, proféticamente, Lord Keynes predijo que esta tendencia se intensificaría incluso como 'experto*

*Los profesionales, que posean un juicio y un conocimiento superiores al del inversor privado promedio, no estarían interesados en hacer pronósticos superiores a largo plazo del rendimiento probable de una inversión durante toda su vida, sino en pronosticar cambios en la valoración convencional a corto plazo. del público en general. Como resultado, advirtió Keynes, el mercado de valores se convertiría en "una batalla de ingenio para anticipar la base de la valoración convencional dentro de unos meses en lugar del rendimiento prospectivo de una inversión durante un largo plazo de años".*

*“En pocas palabras, lo que salió mal fue una mutación patológica en el capitalismo, desde*



*El capitalismo tradicional de los propietarios, donde las recompensas de la inversión fueron principalmente para aquellos que pusieron el capital y asumieron los riesgos, hacia un nuevo y virulento capitalismo de gerentes, donde una parte excesiva de las recompensas de la inversión de capital fue para los gerentes corporativos y los intermediarios financieros. . "*

Sea como sea, y aunque somos intermediarios financieros, no nos gusta. Una de las razones por las que no nos gusta es que no podemos, por nuestra vida, entender por qué la sociedad en general se beneficia al hacer que los propietarios de las empresas intercambien asientos cada pocos meses. Todos sabemos que se persigue en nombre de la asignación eficiente de capital y liquidez, pero falla en el primero y el segundo es apreciado por los inseguros. ¿Ha llegado esto a un extremo? No lo sabemos, pero disfrutamos del siguiente intercambio entre un analista y el CEO de una de nuestras firmas participadas recientemente:

Analista: " *¿Fue la salida [en términos de desempeño comercial] de marzo más fuerte o más débil que la entrada?"*

CEO: " *Lo siento, esto se está volviendo ridículo, la siguiente pregunta, ¿por favor?"*

No es nuestro sistema. El punto de la equidad es que es el único capital permanente en el balance. Está allí para capear tormentas, como el contexto económico actual, y proporcionar una base estable y, por supuesto, para ganar las recompensas de la empresa. Este bloque de construcción básico de la sociedad se rompe cuando aquellos que tienen en sus manos el capital permanente cambian de opinión con su ropa interior. Quizás no sea una coincidencia que el reparto de paquetes y las sillas musicales sean juegos de niños.

Charlie Munger describió un modelo alternativo en la reunión general anual de Wesco Financiera de este año. Según Munger, el establecimiento inglés estaba tan indignado por la especulación de la burbuja del Mar del Sur y el posterior colapso de los precios de las acciones, que a principios del siglo XVIII el Parlamento aprobó la Ley de la Burbuja, ¡que prohibía la emisión de acciones! Esa prohibición permaneció en vigor durante más de un siglo (1720 a 1825) y, se podría argumentar, durante ese siglo Gran Bretaña sentó las bases para la Revolución Industrial, el mayor paso adelante en la sociedad moderna. No está claro que necesitemos negociar acciones para tener éxito.

Pero intercambiamos acciones nosotros. Según Empirical Research Partners, una firma de investigación de inversiones independiente, el período actual es el mercado de mayor impulso desde la era de las punto com, que fue uno de los mercados de mayor impulso registrados. (Un mercado de impulso es aquel en el que las acciones con mejor desempeño este mes fueron las que obtuvieron mejores resultados el mes pasado y así sucesivamente. Es inusual porque racionalmente uno esperaría que las acciones se volvieran menos atractivas a medida que suben los precios.

143

Sin embargo, actualmente los inversores persiguen acciones para poseer hoy lo que deberían haber tenido ayer. En efecto, los precios suben solo porque ya han subido. Los estudiantes de economía reconocerán esto como un "bien Giffen").

Es inusual que los inversores repitan el último error (comportamiento de las punto com) tan pronto. Los psicólogos argumentan que el último error es tan vívido que, en todo caso, tendemos a corregirlo en exceso, como le dirá cualquiera que tenga resaca de whisky. Scott McNealy

captó bien la locura de las valoraciones similares a burbujas en una entrevista de 2002 en Business Week cuando todavía era director ejecutivo de Sun Microsystems (fuente: James Montier, Société Générale, Cross Asset Research Group).

*“Pero hace dos años vendíamos a diez veces los ingresos cuando estábamos en U \$ 64. A diez veces los ingresos, para darle una amortización de diez años, tengo que pagarle el 100% de los ingresos durante diez años consecutivos en dividendos. Eso supone que puedo conseguirlo con mis accionistas. Eso supone que tengo un costo cero de bienes vendidos, lo cual es muy difícil para una empresa de computadoras. Eso supone cero gastos, lo que es realmente difícil con 39.000 empleados. Eso supone que no pago impuestos, lo cual es muy difícil. Y eso supone que no paga impuestos sobre sus dividendos, lo cual es algo ilegal. Y eso supone que, con cero I + D durante los próximos diez años, puedo mantener la tasa de ejecución de ingresos actual. Ahora, habiendo hecho eso,  alguno de ustedes quisiera comprar mis acciones a U \$ 64?  Te das cuenta de lo ridículas que son esas suposiciones básicas? No necesitas transparencia. No necesitas notas a pie de página.  Que estabas pensando?”*

Más concretamente,  qu  siguen pensando?  Por qué, digamos, Potash Corporation of Saskatchewan, un minero de potasa y fabricante de fertilizantes (el precio de las acciones se multiplicó por diez en tres años, hasta llegar a doce veces las ventas), reemplazado por Sun Microsystems, un fabricante de servidores (el precio de las acciones aumentó diez veces? doblar en los dos años hasta 2000, valoración máxima alrededor de diez veces las ventas)? La respuesta, junto con una fe inquebrantable en la sostenibilidad y la longevidad de la urbanización china, la demanda de los mercados emergentes, los auges de recursos, la búsqueda de coberturas de inflación, etc., puede tener algo que ver con la disminución de los horizontes temporales de los inversores: el período de tenencia promedio para acciones de Potasa ha disminuido de casi dos años a seis semanas a medida que el precio de la acción ha aumentado, y si posee las acciones durante solo seis semanas, entonces,  qu  le importa si, dentro de dos años, los precios actuales resultan haber sido un  burbuja? Lord Keynes acert .

### Reglas, rotondas y NIIF 7

A pesar de que la sociedad ha perdido dinero en lo que va de año, Zak y yo casi no tenemos estrés por invertir. Todo nuestro estrés proviene del lado comercial de la operación: es decir, cumplimiento, informes, auditores, contabilidad, etc. Tomemos, por ejemplo, la NIIF 7, que requiere que los directores describan los riesgos implícitos en su operación y cómo gestionan esos riesgos. A primera vista, esto parece ser maternidad y tarta de manzana,  qu n podría discutir eso? Pero tomemos Nomad. Los riesgos que preocupan a los contables son, predominantemente, las tasas de interés, el riesgo cambiario y crediticio, que es lo suficientemente sensato. Pero luego preguntan, no cómo manejamos estos riesgos durante el período de tenencia de una inversión (digamos vendiendo moneda extranjera para que coincida con el período de tenencia de cinco años esperado de una acción extranjera) sino cómo se manejarán estos riesgos en los próximos 12 meses. En efecto, las normas contables preguntan cómo gestionamos el riesgo de que suban las tasas de interés en Tailandia en 2008. En muchos de estos temas, en el contexto de nuestro horizonte temporal de inversión, no vemos el sentido. Si las tasas de interés aumentan en Tailandia en 2008, entonces las perspectivas a corto plazo para nuestro centro comercial, Mah Boon Krong Holdings, pueden disminuir temporalmente, pero no est  nada claro que ese evento sea un riesgo para el valor comercial dentro de cinco años. De hecho,  nos parece una oportunidad! En otras palabras, la contabilidad intenta deformar a Nomad. Así que todo está claro, Zak y yo consideramos que nuestro trabajo consiste en controlar el riesgo de errores

análisis de las cosas importantes - valor por acción de una inversión muchos años después - sin detectar meneos en el camino a lo largo del camino. Todos los demás se mueven adivinando. Si bien respetamos las intenciones detrás de las reglas, y nuestra respuesta sincera está contenida en la nota 4 de las cuentas de Nomad, uno siente que el ejercicio no ha sido más que un impuesto a tiempo: un costo soportado desproporcionadamente por las pequeñas empresas de inversión; una barrera de entrada. Es en parte a través del tratamiento de la NIIF7 que la auditoría de Nomad se completó a fines de junio en lugar de a principios de año.

En cartas anteriores hemos descrito los eventos que rodearon la inundación en Carlisle, Inglaterra, hace unos años. Los lectores que lleguen al final de nuestras cartas (debe haber algunas) pueden recordar que después de la inundación, los semáforos principales en un cruce concurrido de dos rotondas (¡pena, una rotonda encima de la otra!) Habían fallado, y eso a pesar de Esto, la policía había dejado pasar el tráfico, solo para que los urbanistas descubrieran que, meses después, y con las luces aún apagadas, la intersección era más segura a pesar de las velocidades promedio de tráfico más altas en comparación con antes de la inundación. Uno puede imaginar cómo aplaudimos un artículo de periódico reciente, que informaba que la ciudad holandesa de Drachten había tomado prestada una hoja del libro de Carlisle y había eliminado la mayoría de las señales de tráfico. El proyecto fue una creación de Hans Monderman, un planificador de tráfico que afirmó en una entrevista que “ *funciona bien porque es peligroso, que es exactamente lo que queremos. Desvía el énfasis del gobierno que asume el riesgo, al conductor siendo responsable de su propio riesgo* ”. ¡Bravo, señor!

Si los lectores piensan que Inglaterra está a la vanguardia de estas iniciativas de mente abierta, por favor observe los esfuerzos de los trabajadores en Coventry, Inglaterra, quienes recientemente construyeron una rotonda y colocaron letreros de "no salida" antes de cada salida, con el efecto de que una vez que los conductores ingresaron al rotonda, no había salida! El no pensar en los que siguen órdenes no deja de sorprendernos. Hay dos rutas a seguir para invertir: Drachten o Coventry. Y estamos siguiendo a Drachten. El futuro es incierto, nada es perfecto y Zak y yo podemos cometer grandes errores. Y es debido a este riesgo que Nomad funcionará de la mejor manera.

### Momentum Investing revisado

En diciembre del año pasado se subastaron al público los contenidos del Hotel Savoy de Londres. Hubo varios lotes interesantes: bandejas de plata, pimenteros y tarros de sal estampados con la insignia del hotel y así sucesivamente, aunque uno que me llamó la atención fue un protector de pared cromado en forma de 'S'. 'S' para Savoy, 'S' para dormir (tal vanidad - primer error), y bueno, siempre he tenido una debilidad por el hotel (segundo error) y aunque no tenía idea de cuál es el valor intrínseco de tal artículo podría ser (tercer error), hice una oferta (cuarto error). Había una docena de 'S' a la venta con lotes disponibles durante tres días. El primer día los precios subieron de £ 350 a £ 500. El segundo día empezaron a bajar un poco a £ 400 pero subieron a £ 800. Y el último día empezaron en £ 600 y subieron a £ 850. Observe que el precio más bajo de cada día fue el primer precio y cómo los precios aumentaron constantemente durante los tres días. ¿Por qué? La respuesta, nos parece, es primero, escasez, ya que la subasta continuó, las existencias de 'S' disponibles disminuyeron. En segundo lugar, la prueba social, una vez que una persona había fijado un precio alto, otros consideraron que respaldaba el valor del artículo y ellos también podían pagar un precio más alto sabiendo que no estaban solos. ¿Y qué precio pagó su autor? Bueno, digamos que compré el último día ... y lo justifiqué diciéndome a mí mismo que era único, el Savoy es especial, no volveré a tener esta oportunidad, 'S' para Savoy, 'S' para Dormir, etc. Y solo sé que pagué de más (la señora Sleep está marchita, ¿qué-has-hecho-ahora-mira lo dijo todo). Todos podemos invertir en impulso, pero es una inversión emocional y no creo que sea tan inteligente o rentable.

A pesar del desempeño actual, Nomad goza de buena salud, a pesar de nuestro "momento senior" en el análisis incorrecto del riesgo de dilución (¡Zak y mi edad agregada es, después de todo, 79!) Casi el noventa por ciento de la cartera está invertida en empresas dirigidas por fundadores o el accionista más grande, y su inversión promedio en las empresas que dirigen es de poco más del veinte por ciento de las acciones en circulación. El cincuenta y cinco por ciento de las empresas de cartera están recomprando acciones o han realizado compras significativas de información privilegiada. Hay un gran crecimiento integrado en la cartera y la rentabilidad normalizada es alta. A pesar de estas atractivas perspectivas, el inversor medio alquila acciones de nuestras empresas durante cincuenta y un días. Simplemente no pueden estar mirando lo que nosotros estamos mirando. Nuestras acciones son baratas porque los inversores prefieren perseguir los nuevos auges que rodean la urbanización china y la demanda de recursos naturales asociada. No tenemos idea de si las compras de acciones de recursos a precios actuales resultarán rentables para estos inversores. Sin embargo, sabemos que nuestras acciones se venden a precios de ganga. Desde septiembre de 2001, el precio de las acciones de Nomad ha subido de U \$ 1000 a alrededor de U \$ 3000 en la actualidad. Zak y yo consideramos que nuestro trabajo es llegar a U \$ 10,000 a tiempo, y la cartera actual debería llevarnos sustancialmente allí.

Hay momentos en los que es fácil sentirse bien con la inversión y hay momentos en los que es mucho más difícil. Las emociones suelen ir acompañadas de salidas. Después de que el precio de las acciones de Nomad se triplicó, era fácil sentir que Dios estaba en el cielo pero, a medida que los precios bajan, los ánimos decaen. Le aconsejamos que piense en los insumos de la inversión en lugar de en los resultados. Es en momentos como estos cuando se realiza el arduo trabajo psicológico y analítico y la asociación se llena de futuras ganancias de capital: esta es nuestra aportación. La salida llegará a tiempo. Aquellos con una disposición racional puede que no les resulte demasiado difícil sentirse bien hoy.

Como siempre, le agradecemos su confianza en nosotros y, sobre todo, valoramos su tranquila paciencia.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

\* Sueño, Zakaria and Company, Ltd., fue nombrado asesor de inversiones a la Sociedad de Inversión nómada con efectos del 12 de septiembre 2006, en sustitución de Marathon Asset Management que había sido asesor de inversiones de la Asociación desde su creación. Antes de esta transición, Nicholas Sleep y Qais Zakaria eran responsables de la gestión de inversiones de Nomad mientras eran empleados de Marathon Asset Management. Los socios deben tener en cuenta que la naturaleza misma de la transición de Marathon a Sleep, Zakaria and Company, Ltd., significa que la Asociación no se beneficia del mismo soporte de infraestructura de back office que solía recibir. En esta carta utilizamos el término "socios" como un término genérico que se refiere a todos los inversores de Nomad, ya sean accionistas del fondo subordinado (Nomad Investment Company) o socios limitados de la Asociación y no, en el sentido estricto y legal de la palabra. , para implicar la creación de una sociedad entre los accionistas del fondo alimentador, Nomad y / o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizado y regulado por la FSA (No. 451772). Este documento de investigación solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Nomad Investment Partnership ("el Fondo") no es un esquema reconocido bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 ("FSMA") y, por lo tanto, los inversionistas en el Fondo no se beneficiarán de las reglas y

146

regulaciones hechas bajo FSMA para la protección de inversionistas ni del Esquema de Compensación de Servicios Financieros. Los rendimientos de la cartera se basan en el aumento del valor de los activos por unidad antes de una deducción por comisiones de gestión y comisiones de rendimiento y han sido calculados de forma independiente por el Administrador del Fondo. El valor de las Acciones, y cualquier ingreso derivado de ellas, puede subir o bajar y un inversor puede no recuperar, en el momento del reembolso de sus Acciones, la cantidad invertida. El rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Ni Sleep, Zakaria and Company, Ltd., ni sus directores o empleados garantizan la precisión, idoneidad o integridad de la información contenida en este documento ni Sleep, Zakaria and Company, Ltd. expresamente se exime de responsabilidad por errores u omisiones en dicha información. Sleep, Zakaria and Company, Ltd. o cualquiera de sus directores o empleados no brindan garantía de ningún tipo implícita, expresa o legal en relación con la información contenida en este documento. Bajo ninguna circunstancia este documento, o cualquier parte del mismo, puede ser copiado, reproducido o redistribuido sin el permiso expreso de un director de Sleep, Zakaria and Company, Ltd. Oficina registrada: 1a, Burnsall Street, Londres, SW3 3SR, Inglaterra © Sleep , Zakaria and Company, Ltd.

## Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall  
Londres  
Inglaterra  
SW3 3SR  
T: +44 (0) 20 7101 1960  
F: +44 (0) 20 7101 1965

### Asociación de inversión nómada

#### Carta anual

#### Por el período terminado el 31 de diciembre de 2008

Al 31 de diciembre de 2008	<u>Inversión nómada</u> Camaradería *	<u>Mundo MSCI</u> Índice (neto) <u>US \$</u>
Seguimiento:		
Un año	-45,3%	-40,7%
Dos años	-33,7	-35,4
Tres años	-24,7	-22,4
Cuatro años	-17,8	-15,0
Cinco años	+0,4	-2,5
Seis años	+80,3	+29,8
Siete años	+82,7	+3,9
Desde el inicio (septiembre 10 ° 2001)	+101.1	+7,7
Anualizado desde el inicio		
Antes de comisiones por desempeño	+10,1	
Después de las comisiones por desempeño	+7,1	+1.0

Las cifras anteriores no están auditadas, se presentan de forma acumulativa y son antes de comisiones, en particular, comisiones de rendimiento. Como de costumbre, cotizamos el

rendimiento antes de los pagos de tarifas, ya que el obstáculo dependiente del tiempo de Nomad significa que los inversores con diferentes fechas de compra también tendrán diferentes experiencias de tarifas netas. A continuación, los mismos resultados previos al pago se presentan en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, la tabla superior es la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

Al 31 de diciembre de 2008:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice (neto) US \$</u>
Resultados del año calendario:		
2008	-45,3%	-40,7%
2007	+21,2	+9,0
2006	+13,6	+20,1
2005	+9,2	+9,5
2004	+22,1	+14,7
2003	+79,6	+33,1
2002	+1,3	-19,9
2001 (inicio Sept 10 ° 2001)	+10,1	+3,6

148

### Pensando en los insumos: la relación precio-valor

Es bastante arriesgado llegar al final de un período de cinco años y que los retornos de Nomad sean casi nulos, y muy poco mejores que el índice para arrancar. Ésta es una estadística muy interesante. ¡Todo ese trabajo y esfuerzo! ¿Qué estamos haciendo con nuestras vidas y con el dinero de otras personas? ¡Por favor, no responda eso todavía! Se podría comparar el valle del mercado con el valle del mercado, en términos generales equivalente a nuestro desempeño desde el inicio (suspender el juicio si lo desea y llamar hoy un mínimo), en cuyo caso los rendimientos son del orden del 10% anual, y superior al 9% anual en Nomad. en comparación con la acción promedio o, en general, una duplicación del precio de las acciones de Nomad mientras que el índice no hizo nada. Eso es más parecido. Y se podría argumentar que, desde el inicio, la relación precio / valor de la asociación se ha reducido significativamente, lo que implica beneficios diferidos saludables por venir. Aun así, los mercados bajistas son difíciles y te hacen probar las suposiciones más básicas. Cuando surgen momentos como estos, la gracia bajo presión está a la orden del día.

El siguiente extracto está tomado de la carta de Nomad a los socios de junio de 2005:

*"Zak y yo nos concentramos en la relación precio-valor de la Asociación e ignoramos su rendimiento tanto como sea práctico, y le animamos a que haga lo mismo. En nuestra opinión, debería estar más satisfecho con la mejora en la relación precio / valor de la Asociación que con la ganancia en el precio de la Asociación este año. Eso es fácil de decir cuando los resultados han sido razonables. Pero se sentiría bastante diferente si la Asociación hubiera bajado de precio. Lamentablemente, la naturaleza no siempre nos ayuda a pensar racionalmente. Los psicólogos (McClure, Laibson, Loewenstein y Cohen 2004) han descubierto que el cerebro percibe las recompensas inmediatas de manera diferente a las recompensas diferidas porque están involucradas dos partes diferentes del*

*cerebro. Las ganancias inmediatas se perciben positivamente en comparación con las ganancias diferidas más grandes, ya que el sistema límbico (supervivencia) tiene la capacidad de anular el sistema frontoparietal (analítico). Curiosamente, el estrés induce a esta anulación y, por supuesto, el dinero induce al estrés. Por lo tanto, cuanto más estresados estamos, más valoramos los resultados a corto plazo. Esto no es sin razón, ya que si morir de hambre es una posibilidad real, una comida hoy es más importante que un festín dentro de una semana, y el cableado del cerebro refleja ese sesgo de supervivencia. Tales nociones están incrustadas en frases populares como "más vale pájaro en la mano que en la selva". Pero en Nomad tratamos de ser más analíticos: lo que nos preocupa son los dos pájaros en el monte y cómo se comparan con el pájaro en la mano ... Lo que importa es la relación precio-valor ”.*

Ya sea que los valores comerciales suban más rápido que los precios de las acciones o que los precios de las acciones caigan más rápido que los valores comerciales, de cualquier manera el efecto es el mismo: un diferencial creciente entre el precio de una empresa en el mercado de valores y su valor real. De hecho, se “ *siente diferente* ” cuando el rendimiento ha sido tan pobre como en 2008, pero la mente racional se anclará en la noción de que hoy en día las aves en el monte son realmente muy grandes. Puede que no lo parezca, pero, en muchos aspectos, estos son los mejores momentos para un inversor, y explicaremos por qué en esta carta. La razón por la que abundan las oportunidades y hay tan pocos interesados (de hecho, los dos son compañeros de cama necesarios) es el titular de todos los periódicos, lidera todos los canales de noticias, está en boca de todos los políticos y todos hemos estado sujetos a tantos pronósticos económicos que te ahorrará su repetición aquí. Crisis como estas no revelan a la humanidad en su mejor momento, demasiado pensamiento límbico para nuestro gusto, y cuanto antes aprendamos y avancemos, mejor. No lo parece, pero crisis como estas son una fuerza para el bien, y discutiremos este punto también más adelante en esta carta. Primero, ¿qué podemos aprender?

149

### Usando la red de seguridad

Una de las cosas que revela esta crisis, al menos en nuestra opinión, es que ha habido poco ceder en el sistema: es decir, falta de holgura. Flojo en el tiempo para pensar las cosas o en capital para invertir, por ejemplo. En una entrevista reciente, el autor Nassim Taleb lo expresó sucintamente: “El *capitalismo no enseña holgura, enseña optimización* ”. Eso es, el capitalismo enseña que los activos deben trabajarse duro, la producción maximizada, los rendimientos tan altos como sea posible. Todos vemos tanto de esta línea de pensamiento que se ha convertido en parte del paisaje tan familiar que ya no se nota. Los itinerarios deben estar llenos de reuniones, los días de los niños en edad escolar deben estar llenos de actividades (sé que mis hijas lo son), se debe usar la capacidad de endeudamiento (o arriesgarse a una “estructura de capital ineficiente”; nunca hemos entendido realmente qué es eso), inversionistas Responda correos electrónicos en lugar de escuchar presentaciones, las vacaciones deben tomarse con Blackberries en lugar de libros, o nada: ¡los resultados deben maximizarse hoy! Y durante la mayor parte de la década, no ha habido nada tan pecaminoso en la mente de un inversor como el dinero que se ha quedado holgazaneando en depósito, “ *en el sofá* ”, como lo expresó el inversor Seth Klarman. En cambio, el efectivo debe ponerse a trabajar: su rendimiento maximizado. De hecho, y en el lenguaje de los inversores en bonos, “ *perseguir el rendimiento* ” ha sido una de las máximas de los años 2000.



La maximización de la producción parece eficiente al menos a corto plazo, pero eso no es lo mismo que ser óptima a largo plazo. La falla de poner el dinero a trabajar de inmediato, por ejemplo, es suponer que todos los conjuntos de oportunidades relevantes están disponibles de inmediato. Al aceptar, digamos, la promesa de un promotor de rendimientos del ocho por ciento (seiscientos puntos básicos mejor que el dinero depositado), el inversionista se niega a sí mismo el derecho a conjuntos de oportunidades futuras que pueden ser mucho mejores, como el capital público alrededor de 2008 y 2009, lo haríamos discutir. Este es un concepto fácil de comprender cuando se aplica en retrospectiva, pero mucho más difícil de ver en perspectiva. Un patrocinador del plan que argumentó que, contrariamente al estado de resultados, su efectivo no ganaba el dos por ciento, sino el diez por ciento (una combinación del dos por ciento en depósito ahora y el doce por ciento de una oportunidad aún no definida establecida en algún momento en el futuro) corre el riesgo de ser percibido por sus compañeros estaban lejos de las hadas —los abogados y auditores no respaldarían su punto de vista— pero tenía razón. Por eso, en manos de Warren Buffett, por ejemplo, se podría argumentar racionalmente que el efectivo vale más que el efectivo. Ese no es un argumento para acumular efectivo, como muchos lo hacen hoy. Para que el efectivo valga más que el efectivo, debe invertirse de manera inteligente. Sin embargo, es un argumento a favor de un colchón de efectivo, por si acaso, un poco de holgura en el sistema.

A Charlie Munger, vicepresidente de Berkshire Hathaway, se le preguntó una vez cómo hacerse rico, presumiblemente por alguien joven y de medios modestos. Ser de medios relativamente modestos, si no jóvenes, nosotros mismos, Zak y yo estábamos ansiosos por escuchar la respuesta: "*espera una oportunidad e invierte el millón de dólares que te sobra*". Lo que Charlie nos estaba diciendo era que el dinero en efectivo vale más que el efectivo. No era lo que queríamos escuchar. ¡Ahora todo lo que teníamos que hacer era conseguir un millón de dólares en efectivo!

Un poco de holgura también habría evitado relaciones de cambio de cincuenta a uno en los bancos de inversión, quemado a los escolares, vacaciones desperdiciadas y reuniones de negocios en las que no se aprendió nada. "*Cuando alguien dice que está ocupado, quiere decir que es incompetente*", Nassim Taleb nuevamente, "*tener una agenda estúpidamente ocupada no es una señal de ser importante. Significa que te has aislado del mundo*". Y nos preguntamos, si está demasiado "*muy ocupado*" para pensar, ¿qué parte del cerebro está tomando las decisiones? No es la corteza externa racional, sospechamos. Todo este comportamiento ocupado parece eficiente a corto plazo (¡diez reuniones al día!) Pero, en nuestra opinión, el costo es que las cosas no se están pensando detenidamente; el resultado final de mil pequeños pasos en la dirección actual no evaluados y los malos hábitos a largo plazo se infiltran. Los errores más grandes son los

Eso no parecía un error al principio, después de todo, los ladrones de bancos no comienzan robando bancos, pellizcan dulces, se salen con la suya y se abren camino hacia arriba. Sospecho que el comportamiento de muchos ladrones más adelante en la vida sería inconcebible para ellos cuando comenzaron. Todos vamos a la deriva hasta cierto punto. Observe, por ejemplo, cómo usan las palabras los portavoces de la empresa. Para ocultar la realidad, los avergonzados usan palabras aceptables para reemplazar palabras precisas. Así es como las empresas terminan hablando de "*crecimiento negativo*" en lugar de declives, y cómo los portavoces de relaciones con inversores bancarios hablan de "*turbulencias del mercado*", cuando a lo que se refieren, sugeriríamos, es a sus propios malos préstamos. Si los empresarios están demasiado ocupados para darse cuenta de que su

uso del lenguaje cotidiano se ha convertido, seamos sinceros, en una mentira de bajo nivel, ¿cómo iban a ser lo suficientemente honestos consigo mismos como para reconocer la inevitable asimetría incrustada en las hipotecas titulizadas? Todo lo que estaban haciendo era hacer el siguiente préstamo y venderlo: no se requería una evaluación del destino de tal comportamiento.

Pensar, o no pensar, era contagioso, y si era lo suficientemente bueno para el banco X, entonces debe ser lo suficientemente bueno para el banco Y, y ambas empresas reforzaron estas actitudes mediante informes trimestrales e incentivos anuales. El punto es que la deriva hacia resultados deficientes a largo plazo es mucho más difícil de detectar si los períodos de referencia son cortos y uno está demasiado ocupado para notar la falta de pensamiento del mundo real. Sin duda, muchos ejecutivos bancarios que cotizan en bolsa están sujetos a estos dos factores. ¿Es de extrañar que estas empresas se encuentren en el epicentro de la crisis financiera?

Todo esto está muy lejos de los primeros años de Rolls-Royce Limited, el fabricante de automóviles, donde Frederick "Henry" Royce hizo que los ingenieros firmaran personalmente las piezas que eran responsables de fabricar. De esa manera, si algún componente resultaba defectuoso, él sabía quién era el responsable y les hacía corregir la falla en su propio tiempo no remunerado. *Te pagaba para que hicieras una pieza que funciona, no una pieza defectuosa*, argumentaba. Y así terminó haciendo los mejores automóviles del mundo. Ese nivel de responsabilidad personal se ha perdido en gran medida dentro de las organizaciones hoy en día y, en cambio, ha sido reemplazado por "eficiencia" hasta el punto de la "incompetencia ocupada" y el "aislamiento del mundo real" de Taleb. Zak y yo no vemos la ética detrás de los fideicomisos de titulización, por ejemplo, construyendo la reputación de cualquier banco de la forma en que los ingenieros de Henry Royce construyeron la reputación de Rolls-Royce, el fabricante de los mejores autos del mundo. Lo que hoy pasa por ser la mejor práctica estándar de la industria puede parecer eficiente a corto plazo, pero, en el sentido duradero de la palabra, y desde la perspectiva del propietario del negocio a largo plazo, realmente no hace el trabajo.

### El caso de Slack

Intentamos ejecutar Nomad con cierta holgura en el sistema. En la carta de junio de 2007 a los socios sugerimos que uno de los beneficios de un período de espera prolongado era que permitía tiempo para la contemplación suave, para "retirarse y hervir a fuego lento" un poco, y citamos al jardinero Charles Jencks: "la comprensión requiere una cierta ralentización del tiempo. ¿Por qué más entrar en un jardín?" Fíjate, "desacelerar", es importante. Slack se proporciona en la estructura de nuestra empresa: Zak es perfectamente capaz de ejecutar Nomad por su cuenta (¡que alguien le diga que sí! Zak). Esto significa que de inmediato estamos funcionando a algo menos del cincuenta por ciento de utilización de la capacidad en un día normal, por lo que podemos prepararnos, en efecto, cuando surjan oportunidades como lo han hecho recientemente. La utilización de la capacidad también se mantiene baja por unas pocas inversiones, mantenidas durante largos períodos. Hemos tenido la bendición de aprender algunas lecciones importantes a temprana edad (habrá más). Y hemos descubierto que, en un sentido real, no sabemos tanto. En nuestra opinión, tenemos el entorno adecuado para pensar detenidamente, pensar racionalmente y llegar a conocimientos significativos a largo plazo. Si nuestras percepciones son económicas o no será culpa nuestra, no será debido al medio ambiente en

Una vez creado, ¿qué se debe hacer con la holgura? Las mejores actividades pueden ser aquellas que refrescan la mente, amplían horizontes y refuerzan los buenos hábitos, y es con este espíritu que me he convertido en gobernador de una escuela fallida en el sureste de Londres. Lo que es interesante no son las razones del fracaso de la escuela, que parecen bastante comunes (maestros sindicalizados que emplean técnicas de enseñanza de la década de 1970, pésimas instalaciones, etc.). Lo interesante es la ruta para salir de la sopa: incentivos. Los maestros que anteriormente no tenían compensación de incentivos reciben bonificaciones por asistencia (!) Y mejoras en los resultados de la clase. Los niños están siendo recompensados con puntos de la casa por buen trabajo y comportamiento, y deducciones por mal trabajo. Pero lo que es más importante, hay muchos más puntos positivos de la casa otorgados que negativos. Este es un deseo de ser un mejor sistema, no un sistema de castigo y condena. Hay otros factores involucrados: nuevo director, nuevos gobernadores, uniforme escolar, semana de docencia de cinco días (la escuela fallida anterior se tomó los viernes por la tarde, ¡increíble!), Pero son los incentivos los que refuerzan el buen comportamiento. Otras escuelas se han sometido a una reforma de este tipo con excelentes resultados: por ejemplo, en una escuela del sur de Londres, que está dirigida por el mismo equipo que mi escuela, los resultados de los exámenes para los estudiantes de dieciséis años han mejorado de una tasa de aprobación del 14% a más del 90% en poco más de una década. Un buen esquema de incentivos es tan barato en comparación con lo que se crea.

### Incentivos. Incentivos. Incentivos.

En los negocios surge entonces la pregunta: ¿qué fomentan los incentivos? Desde la perspectiva de los inversores en Nomad, los incentivos son útiles si aumentan la probabilidad de un destino favorable para nuestras empresas participadas. Tomemos los incentivos en torno a la venta minorista alta y baja en comparación con la venta minorista compartida de economía de escala. Bajo la primera estrategia, los costos operativos son generalmente altos como resultado de ineficiencias operativas, y los precios son altos para compensar. Para atraer clientes, el precio de algunos productos se reduce temporalmente con la esperanza de que, mientras el cliente está en la tienda, también pueda comprar algunos artículos sin descuento (algunos precios son altos y otros bajos, de ahí el nombre). Los incentivos aquí son terribles: los clientes están capacitados para comprar en oferta, ser desleales y comparar precios, y para el minorista las ineficiencias de fijación de precios y cambios de precio y la volatilidad de los volúmenes son significativas. El efecto es que, después de ajustar las reducciones puntuales en el precio, las ventas son más bajas sobre una base normalizada de lo que serían de otra manera, lo que a su vez exacerba las ineficiencias de los costos operativos. ¡Qué asco!

Las operaciones compartidas de economía de escala son bastante diferentes. A medida que la empresa crece en tamaño, los ahorros de escala se devuelven al cliente en forma de precios más bajos. Luego, el cliente responde comprando más bienes, lo que proporciona una mayor escala para el minorista que también transfiere los nuevos ahorros. Yippee. Esta es la razón por la que empresas como Costco disfrutaban de ventas por pie de espacio minorista cuatro veces mayores que los supermercados comunes y corrientes. La economía de escala compartida incentiva la reciprocidad del cliente, y la reciprocidad del cliente es un súper factor en el desempeño empresarial.

La economía de escala también compartió trabajos en todas las industrias con el efecto de que los factores de carga en la aerolínea de bajo precio de Malasia, AirAsia, son superiores a las aerolíneas que transportan bandera alta-baja. Y funciona en línea: Amazon lo ha implementado tan bien que los costos operativos de Amazon (por dólar de ventas) más su margen operativo son menores que los costos de algunos de sus pares de la calle principal (por dólar de ventas). Esto ofrece la posibilidad de que, en teoría, los pares de la calle principal de Amazon podrían fijar el precio de sus productos en el punto de equilibrio de los ingresos netos y aún así no rebajar los precios o la rentabilidad de Amazon. Para estos competidores de la calle principal, el juego ha terminado. Filtrarán ingresos a rivales más eficientes a medida que los clientes respondan al incentivo de precios y conveniencia consistentemente bajos. Tiempo extraordinario

Los rivales de la calle principal y los rivales en línea menos exitosos deberán reestructurarse, cambiar su producto o cerrar el negocio. Estimamos que el interior inmediato de Amazon de rivales de la calle tiene ingresos combinados de U \$ 150 mil millones solo en los EE. UU. Si estas empresas desaparecen en los próximos diez años, como lo han hecho recientemente Circuit City, Woolworths, Zavvi y otras, y Amazon obtiene un dólar de cada diez de sus ventas, entonces esto por sí solo sería suficiente para cuadruplicar los ingresos de Amazon en EE. UU. Durante la próxima década. .

La economía de escala funciona bien en tiempos económicos malos y buenos. En el día más activo en el período previo a la Navidad de este año, los volúmenes de pedidos en Amazon fueron un 16% más altos que el año anterior y tenga en cuenta que esto se compara con las ventas minoristas de toda la industria en EE. UU. Que disminuyeron casi un diez por ciento en diciembre, según el departamento de comercio. Y en AirAsia, los ingresos por asiento por kilómetro volado aumentaron un 33%, mientras que los costos por asiento por kilómetro volado excluyendo el combustible disminuyeron un 10% en el último período trimestral. Nuestros negocios están avanzando rápidamente, incluso si, en algunos casos, el precio de sus acciones es la mitad de lo que eran hace doce meses. En los últimos meses, Amazon ha cotizado en el mercado como si no fuera a crecer en el futuro, a pesar de algunas de las mejores perspectivas de crecimiento que podemos imaginar. Esa es una combinación muy rara y, combinada con otras acciones igualmente baratas en la asociación, fue la base para la reapertura de Nomad a fines del año pasado.

### Reapertura nómada

Si bien tuvimos pocos reembolsos como resultado de la crisis, también tuvimos pocas suscripciones. De hecho, si uno clasificaba a los suscriptores por tamaño, Zak y yo fuimos el segundo y tercer lugar más grande en octubre

(!)y aunque puede haber sido mucho dinero para nosotros, ¡no estaba muy en el esquema de las cosas! Y aún queda el conjunto de oportunidades. Lo más racional es abrir Nomad mientras la relación precio / valor sigue siendo muy favorable y, mientras tanto, Nomad permanecerá abierto para suscripciones.

### Unas palabras sobre Zimbabwe

Richard Zeckhauser, en su brillante curso de finanzas conductuales en Harvard, pide a los asistentes que respondan varias preguntas para las que probablemente no conozcan la respuesta, por ejemplo, la superficie de Noruega. La respuesta debe expresarse en cinco números: una mejor estimación mediana, dos números que representan el 25 ° y 75 ° percentil de lo que usted piensa que la respuesta puede

ser, y dos más que representa el 99 ° y 1<sup>st</sup> percentil de lo que puede ser el número. Cuanto más confiado esté uno en la respuesta, más agrupadas estarán las cifras. Cuanto menos confiado, más amplia será la distribución. Entonces, para el tamaño de Noruega, la línea de pensamiento de un estudiante puede ser la siguiente: no estoy seguro de cuán grande es Noruega, pero parece un poco más pequeña (primer error, nuestras mentes pueden imaginar un globo terráqueo como si estuviéramos mirando desde arriba ecuador, esto tiene el efecto de aplastar visualmente las masas de tierra hacia los polos. Si visualizamos el mundo como si estuviéramos flotando sobre

los polos, por otro lado, podemos tener una impresión bastante diferente), por lo que creo que Noruega puede ser 250 millas de largo por 75 millas de ancho digamos, o 18,250 millas cuadradas. No puedo perder tanto tiempo (oh, sí, puedes), así que duplicaré y reduciré a la mitad mi mejor conjetura y ese será mi alcance, por lo que Noruega no es más grande que, digamos, 40,000 millas y no menor que 10,000 cuadrados.

millas, y voy a reducir a la mitad y el doble de las respuestas para el 99° y 1<sup>st</sup> percentil. Vaya al final de esta carta para obtener la respuesta real (pero tenga cuidado, ¡incluso el hecho de que lo haya guiado a través de un ejemplo trabajado puede afectar su pensamiento!). Es una gran prueba y lo que revela es que, en conjunto, tendemos a tener demasiada confianza en saber la respuesta a algo que no sabemos.

153

Si nos hubiera preguntado por la gama de posibles resultados de los eventos en Zimbabwe, le habríamos dado una distribución muy amplia, desde la rehabilitación internacional inmediata hasta, bueno, el saqueo continuo, y no creo que nuestra distribución hubiera sido lo suficientemente amplia. (¡Zak ahora me dice que pronosticó eventos exactamente!) Más recientemente, el factor que afecta a Nomad es la suspensión de la cotización en la Bolsa de Valores de Harare. El mercado no está suspendido como tal, pero como todos los corredores de bolsa no han cumplido con el capital regulatorio mínimo requerido por sus licencias, esto se aplica incluso a los bancos internacionales, el intercambio también podría suspenderse. La razón del súbito impasse es que el período de liquidación de transacciones en el sistema bancario en su conjunto se ha extendido enormemente ya que los investigadores, respondiendo a la presunta presencia de cheques fraudulentos, han optado, quizás personalmente, no sabemos, verificar el cheques en el propio sistema bancario. Nada se está asentando o despejando a toda prisa. Como concesión a la bolsa de valores, las autoridades han permitido que los corredores negocien, pero solo si el presidente del banco custodio, en nuestro caso Barclays Plc., Suscribe personalmente la liquidación en caso de que Nomad no cumpla con la entrega. Mmm. Aún no hemos llamado al Sr. Agius ni a su director ejecutivo, John Varley, pero no somos optimistas de una respuesta favorable. Como puede imaginar, el sistema financiero se ha detenido. Y si no hay precios en el mercado de valores, no podemos fijar el precio de nuestras acciones, ni fijar el tipo de cambio no oficial del dólar zimbabuense. No tenemos idea de cuándo se reanudará el comercio, podría ser un largo plazo, por lo que los directores independientes de Nomad's General Partner han opinado que nuestras participaciones en Zimbabwe deberían valorarse en cero, en comparación con el 0,28% de Nomad al final. de noviembre. Zak y yo no creemos que nuestros negocios valgan nada, de hecho sabemos que no lo son, pero, de nuevo, tampoco podemos darle nada por sus acciones de Zim. Entonces, mientras tanto, es cero.

### Tiempos más felices

Permítanme terminar con una historia contada por el presentador de radio y coleccionista de autos Chris Evans que tiene paralelismos con las gangas del mercado de valores de hoy y ayuda a demostrar los méritos de hacer un trabajo de propiedad, olfatear una gran inversión y mantenerse para siempre. Primero un poco de historia. A finales de la década de 1950, los automóviles Ferrari compitieron con éxito y ganaron casi todas las principales carreras de la clase GTO de la época, pero a principios de la década de 1960 habían comenzado a perder terreno frente a los nuevos Aston Martins de forma resbaladiza y el AC Cobra, entre

otros. La solución fue el primer automóvil diseñado por Ferrari en túnel de viento: el 250 GTO, que se lanzó en 1962. Fue un éxito instantáneo y, además, hermoso. El propietario del 250 GTO, Paul Vesty, recuerda los recuerdos de la infancia de ver cinco GTO alineados en la salida del Goodwood TT en Sussex, Inglaterra, " *inmediatamente todos los demás coches parecían antiguos, instantáneamente todos queríamos uno* ". El coche ganó casi todo y se convirtió en un clásico inmediato. También fue muy raro: se deberían haber construido cien autos para calificar el vehículo para las carreras de la clase GT pero, al final, solo se produjeron treinta y seis. El efecto hoy en día es que las personas de cincuenta y sesenta años, que buscan comprar el auto de sus sueños de la infancia, pueden tener que pagar precios récord mundiales, piensan que entre 10 y 15 millones de dólares, la próxima vez que se venda en una subasta. Después de algunas temporadas exitosas, el GTO fue reemplazado por modelos más rápidos y, a mediados de la década de 1960, Ferrari vendió sus vehículos de carreras a los entusiastas. Aproximadamente en este momento se lanzó la tercera película de James Bond, Goldfinger, que presentaba el ahora icónico Aston Martin DB5. Volviendo a la historia de Evan:

154

[A mediados de la década de 1960] *"un coleccionista muy famoso, que tiene una de las mejores narices para olfatear*

*Al cerrar un trato, oye un susurro de que el primer Aston Martin DB5 de James Bond puede estar a la venta ... Se dice que por el dinero adecuado, el coche original de James Bond se puede comprar directamente en el estudio cinematográfico. Así que hace algunas llamadas, localiza al chico de producción ...*

*"Tendrán que ser 15 para la pareja"*

*"¿Quieres decir que hay dos?"*

*"Oye, esto es el mundo del espectáculo, siempre hay dos ... al menos"*

*"Pero 15 para la pareja" dice nuestro hombre. "No contaba con gastar tanto y no realmente quiero dos, solo quiero uno "*

*"Cuando ese sea el trato. Tómelo o déjelo."*

*... "Quince mil libras - mucho dinero ahora, mucho dinero entonces. Nuestro héroe*

*vacila por un momento, pero su olfato lo sabe mejor. Le dice que se enfrente. Compra el auto. El dinero en efectivo se pagará a la entrega de ambos vehículos. Llega el día, el remolque se detiene, los autos se ponen en marcha. La factura dice: QUINCECIENTAS LIBRAS. Sí, amigos los dos coches Bond originales por 1500 libras esterlinas, pero no acaba ahí. Prepárate para correr hacia las colinas gritando. Nuestro hombre luego cambia uno de los autos Bond por un GTO. Eso es un GTO por £ 750. Ese es el GTO más barato de todos los tiempos y ... todavía lo tiene hoy "*

De esas cosas se hacen los sueños. Ahora, permítanme reformular esta historia desde la perspectiva de un inversor de capital. El coleccionista pensó fuera de la caja, se arremangó,

hizo un trabajo analítico patentado y encontró una oportunidad de inversión contraria con un gran potencial de crecimiento que pocos de sus pares reconocieron en ese momento, tuvieron suerte con un precio bajo, lo poseyeron para siempre y, en Al final, no importaba el precio que pagara en particular, ya que el crecimiento del valor subyacente hizo de su compra una de las mejores inversiones de todos los tiempos. Zak y yo aspiramos a esa hoja de ruta.

### Gracias

Para su crédito eterno, los socios de Nomad respetan el peculiar enfoque de inversión de Nomad. No creo que hayamos hecho muchos favores a nuestros inversores a juzgar por la errática calificación de nuestras inversiones por parte del Sr. Market el año pasado y, de hecho, por nuestros propios errores evitables, como los que se comentaron en la última carta. Sea como fuere, no hemos tenido consultas sobre el desempeño durante un año en el que el Sr. Market y los medios de comunicación le dieron mucha provocación. Los reembolsos netos debido a la crisis fueron menos del dos por ciento de la Asociación. De hecho, recibimos algunas notas de apoyo encantadoras durante el año, que son especiales para nosotros y significan más que fondos bajo administración cualquier día. Gracias. No subestime el valor de su paciencia y apoyo al ecosistema Nomad.

Los comentarios en la prensa son uniformemente sombríos y esto está sirviendo para deprimir los precios de las acciones. Lo que sabemos es que los precios están más bajos que hace unos años y el comportamiento empresarial está mejorando. No queremos faltarle el respeto a aquellos lo suficientemente desafortunados como para perder sus trabajos o atrapados en los errores y escándalos de otras personas que están demasiado ocupadas para pensar, pero desde la perspectiva de un inversionista, hay menos de qué preocuparse hoy que hace unos años. . De hecho, dudo que preocuparse sea la solución a algo en particular: una planificación mucho mejor. Recordamos la historia de Winston Churchill sobre un hombre en su lecho de muerte: "*He tenido muchos problemas en mi vida*", dice el moribundo, *la mayoría de los cuales nunca sucedieron* . Puede que no lo parezca, pero a largo plazo.

155

inversor, este es el mejor de los tiempos, no el peor. Es en este entorno donde la gente vende sus GTO por 750 libras esterlinas. Anímate y mira al horizonte.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

La superficie de Noruega es de 148,746 millas cuadradas, según Wikipedia.

\* Sleep, Zakaria and Company, Ltd., fue nombrado asesor de inversiones de Nomad Investment Partnership

con efectos del 12 de septiembre °2006, en sustitución de Marathon Asset Management que había sido asesor de inversiones de la Asociación desde su creación. Antes de esta transición, Nicholas Sleep y Qais Zakaria eran responsables de la gestión de inversiones de Nomad mientras eran empleados de Marathon Asset Management. Los socios deben tener en cuenta que la naturaleza misma de la transición de Marathon a Sleep, Zakaria and Company, Ltd., significa que la Asociación no se beneficia del mismo soporte de infraestructura de back office que solía

recibir. En esta carta utilizamos el término "socios" como un término genérico que se refiere a todos los inversores de Nomad, ya sean accionistas del fondo subordinado (Nomad Investment Company) o socios limitados de la Asociación y no, en el sentido estricto y legal de la palabra, para implicar la creación de una sociedad entre los accionistas del fondo alimentador, Nomad y / o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizado y regulado por la FSA (No. 451772). Este documento solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Esta comunicación se envía y está dirigida únicamente a: (a) personas fuera del Reino Unido; (b) personas que tengan experiencia profesional en asuntos relacionados con inversiones comprendidas en el Artículo 19 (5) de la Orden de 2005 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros (Promoción Financiera) de 2005 (la "Orden"); o

(C)entidades corporativas de alto patrimonio, asociaciones y sociedades no constituidas en sociedad y fideicomisarios de fideicomisos de alto valor como se describe en el artículo 49 (2) (A) y (D) de la Orden, y otras personas a las que de otro modo se les pueda comunicar legalmente, comprendidas en el artículo 49 (1) de la Orden. Nomad Investment Partnership no es un esquema reconocido bajo el Financial

Ley de Servicios y Mercados de 2000 ("FSMA") y, en consecuencia, los inversionistas de Nomad Investment Partnership no se beneficiarán de las reglas y regulaciones establecidas bajo FSMA para la protección de inversionistas ni del Plan de Compensación de Servicios Financieros.

Los rendimientos de la cartera se basan en el aumento en el valor de los activos por unidad antes de una deducción por tarifas y han sido verificados de forma independiente por el Administrador. Algunas cifras presentadas pueden diferir de los resultados reales debido al redondeo. El valor de las Acciones, y cualquier ingreso derivado de ellas, puede subir o bajar y un inversor puede no recuperar, en el momento del reembolso de sus Acciones, la cantidad invertida. El rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Ni Sleep, Zakaria and Company, Ltd., ni sus directores o empleados garantizan la precisión, idoneidad o integridad de la información aquí contenida. Sleep, Zakaria and Company, Ltd. declina expresamente toda responsabilidad por errores u omisiones en dicha información. Sleep, Zakaria and Company, Ltd. o cualquiera de sus directores o empleados no brindan garantía de ningún tipo implícita, expresa o legal en relación con la información contenida en este documento. Bajo ninguna circunstancia este documento, o cualquier parte del mismo, puede ser copiado, reproducido o redistribuido sin el permiso expreso de un director de Sleep, Zakaria and Company, Ltd. Oficina registrada: 1a, Burnsall Street, Londres, SW3 3SR, Inglaterra © Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

156

## Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall  
Londres  
Inglaterra  
SW3 3SR

T: +44 (0) 20 7101 1960  
F: +44 (0) 20 7101 1965



**Carta interina**  
**Por el período terminado el 30 de junio de**  
**2009**

A junio 30 de <sup>xx</sup> de 2009	<u>Inversión nómada</u> Camaradería *	<u>Mundo MSCI</u> Índice (neto) <u>US \$</u>
<b>Seguimiento:</b>		
El año hasta la fecha	+ 20,9%	+6,4
Un año	-16,5	-29,5
Dos años	-31,7	-37,0
Tres años	-11,5	-22,2
Cuatro años	-2,5	-9,0
Cinco años	+23,1	+0,2
Seis años	+73,6	+24,2
Siete años	+113,5	+21,2
Desde el inicio (septiembre 10 ° 2001)	+144,8	+14,6
<b>Anualizado desde el inicio:</b>		
Antes de comisiones por desempeño	+ 12,1%	+ 1,8%
Después de las tarifas de rendimiento, incluidas comisiones de rendimiento reembolsadas	+9,6	

Las cifras anteriores no están auditadas, se presentan sobre una base acumulativa y, como siempre, son antes de las comisiones de rendimiento. A continuación, se presentan los mismos resultados en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, la tabla superior es la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

A junio 30 de <sup>xx</sup> de 2009:	<u>Inversión nómada</u> Camaradería	<u>Mundo MSCI</u> Índice (neto) <u>US \$</u>
<b>Resultados del año calendario:</b>		
2009 (año hasta la fecha)	+ 20,9%	+ 6,4%
2008	-45,3	-40,7
2007	+21,2	+ 9,0
2006	+13,6	+20,1
2005	+9,2	+9,5
2004	+22,1	+14,7
2003	+79,6	+33,1
2002	+1,3	-19,9
2001	+10,1	+3,6

*“Este Resumen, que ahora publico, debe ser necesariamente imperfecto. No puedo dar aquí referencias y autoridades para mis diversas declaraciones; y debo confiar en que el lector deposita cierta confianza en mi precisión. Sin duda se habrán introducido errores, aunque espero haber sido siempre cauteloso al confiar únicamente en las buenas autoridades. Aquí sólo puedo dar las conclusiones generales a las que he llegado, con algunos hechos a modo de ilustración, pero que, espero, serán suficientes en la mayoría de los casos. Nadie puede sentirse más sensible que yo de la necesidad de publicar en lo sucesivo en detalle todos los hechos, con referencias, en los que se han basado mis conclusiones; y espero en un futuro trabajar para hacer esto. Porque soy muy consciente de que en este volumen apenas se discute un solo punto sobre el que no se puedan aducir hechos, lo que a menudo aparentemente conduce a conclusiones directamente opuestas a aquellas a las que he llegado. Solo se puede obtener un resultado justo al declarar y equilibrar completamente los hechos y argumentos en ambos lados de cada pregunta; y esto no se puede hacer aquí ”.*

Así comienza el párrafo tres de “Sobre el origen de las especies por medio de la selección natural” de Charles Darwin, cuyo nacimiento se celebra este año en el bicentenario. Darwin tardó veinte años en escribir el libro y es posible que haya hecho más que cualquier otro, con la excepción de la Biblia, para moldear la autopercepción del hombre. Pero mire, si lo desea, el lenguaje de la introducción:

*“Este Resumen debe ser necesariamente imperfecto ... sin duda se han infiltrado errores ...  
Puedo aquí*

*sólo daré las conclusiones generales ... Soy muy consciente de que apenas se discute un solo punto sobre el que no puedan aducirse hechos, lo que a menudo aparentemente conduce a conclusiones directamente opuestas a aquellas a las que he llegado ... Un resultado justo solo puede obtenerse declarando plenamente y equilibrar los hechos de ambos lados ”.*

¡Difícilmente se puede acusar al hombre de ascenso! Darwin sabía que tenía razón, pero sus hallazgos lo preocupaban personalmente. Era cristiano, en una sociedad cristiana, de hecho, había considerado estudiar teología antes de zarpar en el HMS Beagle, y sus nuevas ideas desafiaron a la iglesia, a sus compatriotas y a su conciencia. En los principales puntos de inflexión de la sociedad, como él estaba sugiriendo, ¿cuántos de nosotros, nos preguntamos, seríamos modestos acerca de lo que habíamos descubierto? La humildad de Darwin es una cualidad humana atractiva, quizás porque tal subestimación reconoce que las ideas eran más grandes que el hombre. Que, por supuesto, lo eran. Es una tendencia psicológica subconsciente interesante que las verdades a menudo se dicen con una voz susurrada mientras que las suposiciones temblorosas se gritan para que todos las escuchen. No somos tanto nosotros lo que convencen los que gritan, sino la necesidad de convencerse a sí mismos. Todos gritamos hasta cierto punto, y los agentes suelen gritar más fuerte que los directores: y eso debería decirnos algo. En el ecosistema Nomad intentamos mantener un poco el volumen bajo. Como Darwin, quizás, pero en una escala muy diferente, reconocemos algunas verdades simples y somos conscientes de que nuestros puntos de vista, a los ojos de nuestros pares, pueden no ser muy populares.

Buques vacíos y una aproximación más silenciosa.

Reflexionando, es curioso que esta actitud tranquila se extienda, a su manera, a las empresas en las que les hemos confiado sus dólares: Amazon y Costco no se anuncian (aquí no se grita); Berkshire Hathaway y Games Workshop no brindan orientación sobre las ganancias (popular entre los administradores de fondos y los corredores de bolsa); Amazon, Costco,

AirAsia, Carpetright y partes de Berkshire devuelven el margen al cliente, diríamos que también es una estrategia bastante humilde. En otras palabras, alrededor de dos tercios de la cartera se invierte en empresas que de alguna manera evitan la actividad promocional común y, como resultado, no tienen menos éxito.

158

Si uno se sale de las empresas que cotizan en bolsa para observar a las empresas privadas dirigidas por propietarios y fundadores, es el enfoque silencioso el que está mucho más cerca de la norma. Invirtamos: ¿por qué las empresas que cotizan en bolsa son tan promocionales sobre sus asuntos? ¿Están estas empresas gritando para informar a los accionistas y clientes o para convencerse a sí mismas?

Las inversiones de Nomad pueden estar en empresas que cotizan en bolsa, pero estas empresas también están dirigidas de manera abrumadora por propietarios que piensan y se comportan como si dirigieran empresas privadas. Amazon, por ejemplo, lucha tanto con las relaciones institucionales con los inversores que la buena gente que trabaja en el departamento de relaciones públicas lo hace sabiendo que el fundador de la empresa, Jeff Bezos, piensa que su papel es casi una pérdida de tiempo. Pobres almas. Bezos también fue bastante franco sobre el tema de la promoción de productos y la publicidad en la reunión general anual de este año:

*“La publicidad es el precio que pagas por tener un producto o servicio poco llamativo”.*

Es interesante notar que el otro extremo de la escala promocional está ejemplificado por el alboroto de la estrella del pop de General Motors, que tuvo el presupuesto publicitario más grande de cualquier compañía cuyo informe anual leímos este año (en realidad, ese título fue para GM el año pasado, y el año anterior, y el año anterior...). El gasto en publicidad fue de U \$ 5.3 mil millones en 2008, o U \$ 630 por auto entregado. Es divertido pensar que si la compañía hubiera fabricado autos que requerían poco apoyo publicitario, entonces el gasto publicitario de los últimos cinco años de la firma pudo haber sido suficiente para cancelar la mitad de la deuda de la compañía, ¡a la par, en cambio! Pero, al parecer, era más fácil llamar a Madison Avenue que construir autos que se vendieran solos. En nuestra opinión, GM es en gran medida el buque vacío que hace más ruido en este sentido. Nuestro portafolio toma un camino diferente. La voz susurrada de la devolución de precios es económicamente fructífera, pero solo si el cliente corresponde en forma de más gastos, incluso frente a enfoques más promocionales por parte de los competidores. Para obtener evidencia de que este es el caso de nuestros susurradores, no busque más allá de la tasa de crecimiento de ingresos promedio de las inversiones más grandes en Nomad (incluidas algunas de las compañías mencionadas anteriormente, ¡eh, no GM!) Que, en el período de informe más reciente, fue ¡más del diez por ciento!

¿Por qué? En una palabra, precio. Es en tiempos como estos cuando los proveedores hiper eficientes de bajo coste, que comparten los beneficios con sus clientes, suelen hacerse con una cuota de mercado permanente. Este hecho más bien nos recordó una broma del fundador de Wal-Mart, Sam Walton, quien, cuando se le preguntó sobre la recesión de principios de la década de 1990, afirmó:

*“ Lo pensé y decidí no participar ”.*

Amazon, por ejemplo, está optando por " *no participar* ", ya que los ingresos de los últimos doce meses han aumentado más del sesenta por ciento desde el inicio de la crisis crediticia,

digamos a mediados de 2007. No es que el crecimiento constante de los ingresos haya sido siempre evidente en el precio de las acciones, como se describe en el cuadro siguiente. Como joven analista, solía tener un aviso en mi escritorio que decía: “*Los precios de las acciones son más volátiles que el flujo de caja corporativo, que es más volátil que el costo de reposición de activos*”. Fue un recordatorio para concentrarse en elementos no transitorios. Hoy actualizaría dicho aviso para que dijera: “*Los precios de las acciones son más volátiles que los valores comerciales*”, pero la esencia es la misma: un recordatorio para centrarse en el valor duradero, no en los precios transitorios. Más sobre este tema más adelante en esta carta.

Cuadro 1: Decídete, ¿U \$ 100 o U \$ 40? Amazon.com registra los ingresos de doce meses (en miles de millones de dólares, a la derecha) y el precio de las acciones (a la izquierda).

Fuente: Cuentas de la empresa, Bloomberg, Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

### La industria de la inversión y la diversificación excesiva, nuevamente.

En los negocios, el susurro reflexivo funciona, lo que hace que sea aún más notable que la industria de inversiones, así como muchos comentaristas económicos, pasen tanto tiempo gritando. Tantos comentarios propugnan la certeza sobre una multitud de cuestiones, y tan poco de lo que se dice es, al menos en nuestra opinión, cognoscible. La certeza absoluta en la voz del proponente busca a menudo enmascarar la debilidad del argumento. Si Zak y yo detectamos esto, metafóricamente nos desconectamos. En nuestra opinión, solo se pueden conocer algunas cosas importantes de la vida. Y es porque solo se conocen algunas cosas por lo que Nomad tiene solo unas pocas inversiones.

La iglesia de la diversificación, en cuyos bancos se sienta la industria de administración de fondos profesional, propone muchas participaciones. Hacen esto no porque los gerentes tengan tantos conocimientos, ¡sino tan pocos! La diversidad, en este contexto, se ve como un seguro contra cualquier idea equivocada. Como Darwin, nos encontramos en desacuerdo con la teocracia. Propondríamos que si el conocimiento es una fuente de valor agregado, y pocas cosas se pueden saber con certeza, entonces lógicamente se sigue que tener más acciones no reduce el riesgo, ¡sino que lo aumenta! Los fondos indexados ofrecen una verdadera diversificación a una fracción del precio de la gestión activa.

Sam Walton no ganó dinero mediante la diversificación de sus participaciones. Tampoco Gates, Carnegie, McMurtry, Rockefeller, Slim, Li Ka-shing o Buffett. Los grandes negocios no se construyen de esa manera. De hecho, las carteras de estos hombres eran, más o menos, al cien por cien en una sola empresa y ¡no lo consideraban riesgoso! Sugíerale eso a su administrador de fondos mutuos promedio. ¡Y es interesante notar que ninguna de las grandes organizaciones de administración de fondos se hizo rica gracias a las compañías más exitosas de la era moderna!

Este fracaso pasa desapercibido en gran medida, y ciertamente ignorado, tal vez porque es el elefante en la habitación. (Rápido, cambia de tema). Se ignora porque algunos administradores de fondos no están tratando de enriquecer a los clientes per se, sino que su objetivo es superar a sus pares o un punto de referencia. Bien, pero lo que nos sorprende de tal disposición es que, en algún lugar de ese estado de ánimo, uno deja de ser un inversor y comienza a ser un gerente comercial y, para tomar prestada una frase de un popular anuncio televisivo del Reino Unido, " *eso no es lo que dice en la lata*". Cuando las

habilidades de inversión comparten asiento con la gestión empresarial, con el tiempo, son los genes comerciales los que tienden a prosperar, y las habilidades de inversión que no se utilizan terminan atrofiándose. ¿Es por eso que la industria de la gestión de fondos se encuentra, como GM, dependiendo tanto del marketing?

¡De vuelta a la inversión real! Nos parece que el truco, si uno quiere ser un inversor exitoso a largo plazo, es reconocer las fuentes del éxito empresarial duradero, entrar temprano y ser lo suficientemente dueño para marcar la diferencia. Lo que plantea dos preguntas: ¿cuáles son las fuentes del éxito y, en segundo lugar, si se reconocen tan fácilmente por adelantado, por qué no se descuentan ya en los precios? Dedicaremos el resto de esta carta a responder estas dos preguntas.

Ver, pero no comprender.

¿Cómo podría ser predecible el éxito empresarial? Hay algunas pistas en el mundo que nos rodea. Zak y yo observamos varios modelos de negocios que funcionan a largo plazo, y la economía de escala compartida es uno de estos, atestigua Ryanair, Wal-Mart, Geico, Southeast Airlines, Tesco, Nebraska Furniture Mart, Direct Line et al. Y es por eso que las empresas que comparten la escala con el cliente, como Carpetright, Costco, Berkshire Hathaway, Amazon y AirAsia, representan alrededor del sesenta por ciento de la Asociación. Funciona porque convierte el tamaño, normalmente un ancla para el crecimiento y la rentabilidad, en un activo. Pero tampoco creo que esto sea un gran secreto.

Los inversionistas son personas ampliamente racionales (todos sabían que Wal-Mart era un negocio maravilloso) y los administradores de fondos operan con incentivos de ganancias saludables que deberían fomentar buenos resultados, entonces, ¿por qué nadie más que Wal-Mart, propiedad de la familia Walton, fundadora? ¿Todo el camino a través? Uno de los administradores de fondos más senior de la industria nos contó a Zak y a mí una historia que disfrutamos enormemente y podría ayudar a ilustrar el punto. A principios de la década de 1970, entonces, y todavía hoy, una gran empresa de gestión de fondos de éxito analizó su cartera y descubrió que la venta de IBM treinta años antes había sido un gran error de omisión. Si, en cambio, hubieran mantenido sus acciones de IBM durante los últimos treinta años, esa participación por sí sola habría sido mayor que los fondos totales bajo administración. Sin duda todos estuvieron de acuerdo en aprender de ese error en particular y, como sucede tan a menudo, volvieron a sus escritorios y siguieron con la vida como antes, como si nada hubiera pasado. Es divertido notar que, aproximadamente al mismo tiempo, también tomaron la decisión de vender su participación en Wal-Mart, que, treinta años después, valdría más que sus futuros fondos bajo administración. En términos de dólares de oportunidad perdidos, es probable que sea el mayor error que cometerá esta empresa.

Ofrecemos las siguientes razones para este error:

1. Análisis incorrecto o uso del modelo mental incorrecto: los inversores están acostumbrados a empresas que tienen una buena idea, como un producto nuevo, pero luego luchan por replicar el éxito y terminan diluyendo los rendimientos (Zak y yo llamamos a esto el problema de Barbie, como Mattel lo ha hecho). luchó por replicar la economía de su famosa muñeca). Tomar este modelo y aplicarlo a Wal-Mart perdería por completo la fuente del éxito de la compañía, ya que la estrategia de devolución de precios no cambiaba de un año a otro; La cultura juega un papel en la continuidad de una estrategia de devolución de precios exitosa y factores como la cultura, debido a que son difíciles de cuantificar, a menudo son infravalorados por

inversores; los inversores suponen que la regresión a la media comienza en el momento de su análisis o, como los estudiantes de CFA pueden reconocer, en el tercer o quinto año de un análisis DCF. Los inversores utilizan heurísticas de valoración en lugar de evaluar el valor real del negocio.

2. Estructural o de comportamiento: los administradores de fondos activos deben parecer activos. Una forma de hacer esto es vender Wal-Mart, que parecía caro (pero en realidad no lo era), para comprar algo que parecía más barato (pero, eh, también no lo era); los inversores no son a largo plazo y no miraron más allá de los próximos años o, más recientemente, de algunos trimestres. Se puede obtener evidencia de esto a partir de los períodos de tenencia promedio de las acciones, que se encuentran en solo unos pocos meses; los administradores de fondos desean mantener sus trabajos y adoptar una visión de diez años sobre una empresa corre el riesgo de ser rehén de la fortuna; la gente de marketing necesita nuevas historias para contar y las nuevas acciones en la cartera proporcionan nuevas historias; los administradores de fondos venden a sus ganadores para parecer diversificados a los ojos de sus clientes.
  
3. Probabilidades o ponderación incorrecta de la apuesta: en palabras de mi primer jefe, los inversores tienden a no creer en la "*longevidad del compuesto*". El pensamiento convencional dice que las cosas buenas no duran y, de hecho, ¡en promedio eso es correcto! Empirical Research Partners, una boutique de investigación de inversiones, descubrió que la posibilidad de que una acción en crecimiento mantenga su estatus como una acción en crecimiento durante cinco años es de una en cinco, y durante diez años solo de una en diez. En promedio, las empresas fracasan.

La lista anterior está lejos de ser exhaustiva y todos podemos elegir nuestros favoritos. Sin duda alguna combinación de estos, más otros, actuó en la mente de los vendedores. No importa particularmente. Lo que importa es el efecto de este desconocimiento colectivo. Los inversores saben que con el tiempo las empresas promedio fracasan, por lo que las acciones se descuentan por ese riesgo.

Sin embargo, este descuento se aplica a todas las acciones incluso a aquellas que, al final, no fallan. Por tanto, las acciones de las grandes empresas pueden ser baratas, en algunos casos, durante décadas. Para ilustrar el punto, considere el gráfico siguiente. La línea azul representa el precio de las acciones de Wal-Mart y la línea roja el precio que se podría haber pagado en cualquier momento desde 1972 (la oferta pública inicial de la empresa) y luego haber obtenido un rendimiento del diez por ciento (una representación de un rendimiento razonable de las acciones). ) hasta hoy. Se puede pensar en la línea roja como lo que realmente valía la empresa.

Gráfico 2: Barato durante décadas. Precio de la acción de Wal-Mart (azul) y el precio que uno podría haber pagado y aún así obtener un rendimiento del diez por ciento (rojo).



Fuente: Cuentas de la empresa, Bloomberg, Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

¡Mire cuánto tiempo persistió la subvaloración! Si, en 1972, al leer el informe anual de doce páginas de ese año (!), Un inversor optaba por realizar una compra de acciones, podría haber pagado más de ciento cincuenta veces el precio de las acciones prevaeciente (una relación precio / ganancias de más de quince años). cien veces, una proporción muy superior a lo que los administradores de fondos profesionales considerarían prudentes. Se equivocarían, como resulta) y todavía habría obtenido un rendimiento del diez por ciento de su inversión hasta el día de hoy. Si, en cambio, el inversionista lo pensó por un tiempo y decidió comprar acciones diez años después, aún podría haber pagado más de doscientas veces las ganancias por sus acciones (cuidado con la heurística) y aún así ganar el diez por ciento de su inversión. Y diez años después de eso también podría haber pagado una prima sobre el precio de las acciones de Wal-Mart prevaeciente y haber tenido un buen desempeño posteriormente. El mercado luchó por apreciar la magnitud y la longevidad del éxito del negocio. ¿Pero por qué?

### Ponderación de la información

Los inversores ven la información (en las conferencias telefónicas celebran el “ *gran trimestre, Wal-Mart* ”) pero, en nuestra opinión, sopesan incorrectamente la información. Se podría argumentar que muchas cosas tenían que salir bien para que Wal-Mart creciera durante cuarenta años. Eso es ciertamente cierto, pero, en el fondo, muy pocas cosas simples realmente importan. En nuestra opinión, el motor central del éxito en Wal-Mart fue una orientación de ahorro que impulsaba el crecimiento con los ahorros compartidos con el cliente. La cultura de la firma celebró esta orientación y reforzó el buen comportamiento. Ésta es la profunda realidad del negocio. Esto debería haber tenido el mayor peso en la mente de los inversores a largo plazo, incluso si otras cosas parecían más importantes en ese momento. En cambio, los inversores pueden poner demasiado énfasis en las heurísticas de valoración, las tendencias de los márgenes o el crecimiento incremental.

tarifas en ingresos o cualquiera de la lista anterior, pero estos elementos son transitorios y de naturaleza anecdótica.

Hay muy pocos modelos de negocio en los que el crecimiento engendra crecimiento. La economía de escala convierte el tamaño en un activo. Las empresas que siguen este camino

tienen una gran ventaja en comparación con las que, por ejemplo, padecen el síndrome de Barbie. En pocas palabras: las empresas promedio no comparten la economía de escala. Las empresas medias no tienen una cultura sana. Después de todo, ¡las empresas promedio se parecen más a GM que a Wal-Mart! La eliminación de una parte del riesgo de fracaso de la ecuación de inversión crea una gran oportunidad para aquellos inversores que pueden ver a la empresa en su verdadera perspectiva y actuar con un poco de paciencia. Es una gran anomalía que los inversores reconozcan el éxito de forma incremental cuando los factores que conducen al éxito, como la economía de escala compartida reforzada por una cultura fuerte, pueden ser constantes. Si los primeros inversores de Wal-Mart hubieran entendido esto, es posible que hubieran retenido su participación junto con la ahora multimillonaria familia Walton.

La industria de la gestión de fondos sostiene que poseer acciones durante mucho tiempo es inútil, ya que el futuro es incognoscible y lo que se conoce se descuenta. Respetuosamente discrepamos. De hecho, la evidencia puede sugerir que los inversores rara vez valoran adecuadamente a las empresas verdaderamente grandes. Podemos escuchar los aullidos de burla de los cínicos profesionales "¡Eso es veinte-veinte en retrospectiva, muchachos!" Nos atrevemos a susurrarlo pero, en algunos casos, pensamos que la grandeza puede ser conocible en, shhh, ¡PRONÓSTICO! Esta oportunidad de "*longevidad del compuesto*" existe precisamente porque el administrador de fondos promedio asiste a una iglesia diferente. ¡Gracias a Dios!

### Simple, pero no fácil

Cuando Zak y yo revisamos los desechos del mercado de valores durante los últimos dieciocho meses (alrededor de mil informes anuales leídos y trescientas empresas entrevistadas) teníamos cuatro opciones principales: agregar a las participaciones existentes, invertir en nuevas empresas, invertir en negocios en crecimiento, invertir en colillas de puros. De manera abrumadora, hemos preferido nuestros negocios existentes a las alternativas. Por supuesto, tal conclusión solo tendrá sentido si los negocios en los que hemos invertido tienen grandes perspectivas y las acciones son baratas. Como Darwin, quizás, somos muy conscientes de que vivimos en un mundo ambiguo. Y no estamos diciendo, por ejemplo, que Amazon sea el próximo Wal-Mart. El tiempo dirá en este frente. Pero estamos haciendo la pregunta, ¿y si? Las ponderaciones de la cartera son considerables en las empresas que consideramos la mejor opción, y Nomad debería tener un buen desempeño si nuestras empresas crecen de bellotas a robles. Es esta voluntad racional de creer y ser paciente lo que quizás distinga a Nomad de sus pares.

Lo que estamos haciendo es invertir de la forma más honesta y sencilla. Pero no es sencillo. Es difícil porque primero hay que rechazar el dogma de la industria. El no pensar en la sabiduría recibida se grita desde los tejados y es seguro y cómodo, glamoroso, emocionante incluso, ser parte de la multitud. El camino menos transitado es difícil ya que hay mucho trabajo pesado involucrado en la tarea, aunque nos gusta bastante el entrenamiento. Como descubrió Darwin, es difícil dejar que los hechos hablen por sí mismos, rechazar la forma establecida de pensar y hacerlo con buena conciencia. Y es una bendición para nosotros que la multitud haya rechazado algo tan obviamente correcto como invertir en su forma más simple. ¡Uf, eso estuvo bien! De hecho, tal es el atractivo de lo que podrían llamarse técnicas profesionales de gestión de fondos (!) Que encontramos que, aunque con algunas excepciones notables, casi no hay competencia para el inversor a largo plazo que ha hecho sus deberes. ¿No es emocionante que la inversión honesta, simple y a largo plazo sea tan, bueno, tan poco emocionante?

### El estado de nuestra asociación

Algunos datos y cifras pueden ayudar a pintar una imagen global útil de la Asociación. Zak y yo pensamos en la Asociación en términos de modelos comerciales implementados por nuestras empresas participadas. Los nombres que usamos para describir estos modelos no son tan llamativos, pero tengan paciencia con nosotros. El grupo más grande que compone más de la mitad de la Asociación son, no se requiere redoble de tambores, economía de escala compartida; luego vienen los descuentos al costo de reemplazo con el poder de fijación de precios (les advertí) en alrededor del quince por ciento; las agencias odiadas el quince por ciento; pensadores de muy alta calidad algo menos del diez por ciento. La Alianza tiene veinte inversiones, pero una concentración notable en diez, que representan alrededor del ochenta por ciento de la cartera, y para aquellos con ojos agudos alrededor del treinta por ciento de la Alianza en una sola inversión. Aunque la mayor parte de la Asociación se cotiza en los Estados Unidos, los ingresos por concepto de transferencia están mucho más diversificados: ingresos en dólares estadounidenses cuarenta y siete por ciento, ingresos en euros y francos suizos veintiuno por ciento, monedas del sudeste asiático dieciséis por ciento, libras esterlinas diez por ciento, Yen tres por ciento y otros tres por ciento. Hay quizás seis grupos industriales principales y sus ponderaciones son las siguientes: Internet treinta por ciento, consumo básico dieciséis por ciento, consumo discrecional catorce, servicios empresariales trece, seguros y finanzas once y aerolíneas ocho por ciento, con una cola de grupos más pequeños.

El rendimiento del capital en la cartera es extremadamente alto, al igual que las tasas de crecimiento endémicas. Estimamos que alrededor de las tres cuartas partes de la cartera se invierte en negocios en crecimiento, que tienen el potencial de capitalizarse durante muchos años, y el saldo en más inversiones como colillas de cigarro (¡simplemente no pudimos evitarlo!). En conjunto, el precio de la cartera en el mercado es significativamente inferior a la mitad de nuestra valoración de lo que realmente valen nuestras empresas. La Asociación permanecerá abierta a suscripciones incrementales mientras este sea el caso. Aquí termina el discurso de marketing del director de marketing, que ahora anuncia su jubilación.

Una trampa psicológica común en la que pueden caer los agentes es que los clientes esperan acción, o para ser más precisos, los administradores de fondos esperan que sus clientes esperen acción. El inversor Seth Klarman fue cuestionado una vez sobre si el historial de Buffett era estadísticamente significativo ya que negociaba tan poco. A lo que Klarman respondió que cada día que Buffett optaba por no hacer nada era una decisión que también se tomaba. Es muy posible que no cambiemos las empresas en las que hemos invertido mucho en los próximos años. De hecho, esa es nuestra preferencia. Zak y yo esperamos haber construido una cartera no solo para la recuperación de la recesión, sino también para muchos años después. Al menos, nuestro objetivo es lograr un estado similar al Zen.

### Limpieza interna

Nuestras tarifas de gestión de reembolso de costos se ejecutan en alrededor de veinte puntos básicos por año. Podríamos bajarlo, pero no mucho, y preferiríamos dejarlo caer naturalmente a medida que el fondo crece en tamaño. Es una estimación justa de que, si Nomad tuviera un tamaño de mil millones de dólares, la comisión de gestión se reduciría a la mitad en términos de puntos básicos. Apuntamos a puntos básicos de un solo dígito en el tiempo. De hecho, la comisión de rendimiento reembolsable se reembolsó a los inversores el año pasado. Y así debería ser.

### Gracias

Es con el mayor placer y respeto que informamos que Nomad ha tenido suscripciones netas como resultado de la crisis crediticia. Creo que es un hecho del que todos podemos estar orgullosos. Y no hemos tenido más que notas de apoyo durante un período en el que el mercado y los giros en el precio de las acciones de Nomad podrían haber sido motivo de gran preocupación. Ese ecosistema es especial. Gracias.

165

Como siempre, le agradecemos su confianza y muy especialmente su paciencia. Volvamos a esos informes anuales.

Tuyo sinceramente,

Nicholas Sleep

\* Sueño, Zakaria and Company, Ltd., fue nombrado asesor de inversiones a la Sociedad de Inversión nómada con efectos del 12 de septiembre 2006, en sustitución de Marathon Asset Management que había sido asesor de inversiones de la Asociación desde su creación. Antes de esta transición, Nicholas Sleep y Qais Zakaria eran responsables de la gestión de inversiones de Nomad mientras eran empleados de Marathon Asset Management. Los socios deben tener en cuenta que la naturaleza misma de la transición de Marathon a Sleep, Zakaria and Company, Ltd., significa que la Asociación no se beneficia del mismo soporte de infraestructura de back office que solía recibir. En esta carta utilizamos el término "socios" como un término genérico que se refiere a todos los inversores de Nomad, ya sean accionistas del fondo subordinado (la Nomad Investment Company) o socios limitados de la Asociación y no, en el sentido estricto y legal de la palabra, para implicar la creación de una sociedad entre los accionistas del fondo alimentador, Nomad y / o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizado y regulado por la FSA (No. 451772). Este documento de investigación solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Nomad Investment Partnership ("el Fondo") no es un esquema reconocido bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 ("FSMA") y, por lo tanto, los inversionistas en el Fondo no se beneficiarán de las reglas y regulaciones establecidas bajo FSMA para la protección de inversores ni del Plan de Compensación de Servicios Financieros. Los rendimientos de la cartera se basan en el aumento del valor de los activos por unidad antes de una deducción por comisiones de gestión y comisiones de rendimiento y han sido calculados de forma independiente por el Administrador del Fondo. El valor de las Acciones, y cualquier ingreso derivado de ellas, puede subir o bajar y un inversor puede no recuperar, en el momento del reembolso de sus Acciones, la cantidad invertida. El rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Ni Sleep, Zakaria and Company, Ltd., ni sus directores o empleados garantizan la precisión, idoneidad o integridad de la información contenida en este documento ni Sleep, Zakaria and Company, Ltd. expresamente se exime de responsabilidad por errores u omisiones en dicha información. Sleep, Zakaria and Company, Ltd. o cualquiera de sus directores o empleados no brindan garantía de ningún tipo implícita, expresa o legal en relación con la información contenida en este documento. Bajo ninguna circunstancia este documento, o cualquier parte del mismo, puede ser copiado, reproducido o redistribuido sin el permiso expreso de un director de Sleep, Zakaria and Company, Ltd. Oficina registrada: 1a, Burnsall Street, Londres, SW3 3SR, Inglaterra © Sleep, Zakaria y compañía

## Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall  
Londres  
Inglaterra  
SW3 3SR  
T: +44 (0) 20 7101 1960  
F: +44 (0) 20 7101 1965

### Asociación de inversión nómada

#### Carta anual

#### Para el período terminado en diciembre 31<sup>st</sup> 2009

El 31 de diciembre <sup>st</sup> 2009	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice</u>
		<u>(neto) US \$</u>
Seguimiento:		
Un año	+ 71,5%	+ 30,0%
Dos años	-6,2	-22,9
Tres años	+13,7	-16,0
Cuatro años	+29,2	+0,9
Cinco años	+41,0	+10,5
Seis años	+72,2	+26,7
Siete años	+209,3	+68,7
Ocho años	+213,3	+35,1
Desde el inicio (septiembre 10 <sup>o</sup> 2001)	+245,0	+40,0
Anualizado desde el inicio		
Antes de comisiones por desempeño	+ 16,1%	
Después de las comisiones por desempeño	+ 13,7%	+ 4,1%

Las cifras anteriores no están auditadas, se presentan de forma acumulativa y, como siempre, son antes de comisiones. Presentamos los resultados de esta manera, ya que la tarifa de rendimiento reembolsable de Nomad y el obstáculo de la tarifa de rendimiento dependiente del tiempo significan que los resultados netos de todas las tarifas variarán con la fecha de suscripción y de un inversor a otro. Si bien los inversores, por lo tanto, tendrán

su propia experiencia única de tarifas netas al invertir en Nomad, como guía también hemos detallado al dorso el resultado neto de todas las tarifas de un punto en el tiempo, en este caso desde el inicio. Se utiliza un índice en la tabla para colocar nuestros resultados en contexto con una amplia gama de precios de acciones de todo el mundo. No nos sentimos muy convencidos de los méritos del índice que hemos elegido y es posible que los socios deseen utilizar otro. Cualquiera que sea el criterio, solo pedimos que Nomad se compare a muy largo plazo. A continuación, se presentan los mismos resultados previos al pago de tarifas en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, la tabla superior es la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

167

A diciembre 31 de <sup>st</sup> :	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice (neto) US \$</u>
Resultados del año calendario:		
2009	+ 71,5%	+ 30,0%
2008	-45,3	-40,7
2007	+21,2	+9,0
2006	+13,6	+20,1
2005	+9,2	+9,5
2004	+22,1	+14,7
2003	+79,6	+33,1
2002	+1,3	-19,9
2001 (inicio Sept 10 ° 2001)	+10,1	+3,6

El Año Nuevo trae el décimo año calendario de operaciones de Nomad. Desde que empezamos, un dólar invertido en nómada, desde el inicio se ha convertido en un valor de \$ 2.90 net-de-todo-honorarios a partir de enero 1<sup>st</sup>, mientras que un dólar invertido en el mismo período en la proporción media, tal como se refleja en el índice anterior, sería un valor aproximado de \$ 1.40. Dicho de otra forma, el valor liquidativo se ha compuesto en un 13,7% anual, mientras que el índice se ha mantenido en un 4,1%.

¡Confía y gracias!

Se ha logrado un rendimiento de inversión del dieciséis por ciento anual (es decir, tarifas anticipadas) sin apalancamiento, derivados, opciones, ventas al descubierto, contratos por diferencia, LYONs, PRIDES (¿una manada de leones, tal vez?), TYGRs, STRYPES (no somos inventando estos nombres) o cualquiera de los otros exóticos que utiliza la industria

de inversiones, pero, en cambio, se ha logrado a la antigua, a través de la selección de valores. Sin embargo, Zak y yo no operamos solos en nuestros esfuerzos de selección de valores. Hubo dos eventos importantes en los últimos años en los que ustedes, nuestros socios, aumentaron significativamente las devoluciones. La primera fue votar a principios de 2008 a favor de la exclusión de Nomad de la Bolsa de Valores de Irlanda. Esta moción nos permitió realizar inversiones en una sola empresa mucho más grandes de lo que había sido el caso hasta ese momento. Hoy, el valor de los activos netos es aproximadamente un veinte por ciento mayor que si el tamaño de nuestras inversiones hubiera permanecido limitado artificialmente por el trazo de la pluma de un burócrata. ¡Bravo!

En segundo lugar, el año pasado no canjeaste. El retorno hasta la fecha de esa acción solo será del orden del setenta por ciento (¡y contando!). Confiar en las personas no es fácil, pero aun así, usted ha confiado en nosotros mucho más de lo que creo que ocurre en cualquier otra organización de administración de fondos, y se lo agradecemos. No descarte el efecto que tiene su influencia calmante en el ecosistema Nomad. Estos resultados son tanto suyos como nuestros. De hecho, dado el lamentable saldo de la cuenta de comisión de rendimiento reembolsable para nuestros inversores a largo plazo, ¡son todos suyos! Bueno, todo tuyo a cambio de unos veinte puntos básicos en comisión de gestión. Negociar.

Aunque puede ser tentador adularse a uno mismo, son las empresas en las que invertimos las que hacen casi todo el trabajo pesado en el proceso de creación de riqueza. Si Zak y yo traemos algo a la fiesta de inversión, y puede que esté estirando un poco las cosas aquí, es ser más racional que otros inversores. Al menos, esperamos que sea así. Su confianza, a su vez, nos permite invertir en empresas que muchos malinterpretan. Por ejemplo, invertimos en empresas que pagan a sus empleados un 80% más que las empresas rivales (Costco); empresas que bajan los precios como artículo de fe (Amazon.com); Empresas que fuerzan una distribución equitativa de las comisiones en una industria.

168

dominado por una cultura de come lo que matas (Michael Page); una aerolínea de bajo costo para las masas en una región servida por aerolíneas para los ricos (AirAsia); y una empresa que piensa que los juegos de figuras de mesa son geniales, realmente (Games Workshop). ¿No es maravilloso que estas empresas se estén comportando de esta manera a pesar de que el mundo exterior las malinterpreta? Toda la presión social será cumplir con las normas de la industria, pero estas empresas tienen una profunda quilla que las mantiene en posición vertical.

Su confianza nos permite cometer errores (Conseco, Fleetwood Enterprises, ¡no señale que son de la misma industria!) Y cambiar de opinión rápidamente y sin temor a ser reprendidos (MBIA); invertir en negocios brillantes (Amazon, Berkshire Hathaway, Costco et al) y negocios regulares (Stagecoach Group, Holcim Filipinas, USG); invierte con gran concentración (Stagecoach, Amazon, Michael Page) y en cestas de varias pequeñas explotaciones (cuatro empresas en Zimbabwe). Hacemos estas cosas porque es racional invertir de esa manera y, si nuestros resultados son una guía, ¡funciona! Nomad estaría clasificado en la primera cohorte de casi cualquier tabla de la liga de grupo de pares por nuestro desempeño acumulativo desde el inicio.

#### cuidado con lo que deseas

En cartas anteriores hemos descrito la división que existe entre el enfoque de Nomad y el de la industria en términos del conflicto principal-agente, o manifestaciones del mismo, como

períodos cortos de tenencia de inversiones. No quiero exagerar mucho de esto porque, en parte, no creo que estemos diciendo mucho que sea nuevo y creo que también debería recaer en la llamada “ *industria de administración de fondos profesional* ” para defender sus prácticas. De hecho, nos parece que es la industria la que tiene que decir constantemente algo nuevo para mantener el juego: nuevos fondos, nuevos productos, nuevas historias de inversión, nuevas comisiones de rendimiento “ *alineadas* ”, nuevas empresas. Cada nuevo elemento nuevo se respalda a su vez con una gran cantidad de marketing, quizás en un intento de dar a los elementos nuevos un empuje adicional sobre los elementos antiguos, ahora degradados. En cualquier caso, un efecto acumulativo de años de afirmaciones de marketing gritadas por la industria ha sido elevar conceptos bien intencionados a la categoría de dogma de la industria. En parte, esto sucede a través del desplazamiento de argumentos contrarios. Por ejemplo, la “ *especialización* ” y la “ *diversificación* ” están en el corazón de muchas afirmaciones de marketing y suenan lo suficientemente saludables y prudentes, un poco como la maternidad y el pastel de manzana. Sin embargo, tales nociones, si se llevan a los extremos, pueden ser contraproducentes. Por ejemplo, una opinión generalizada en el mercado hipotecario de los años 2000 era que el riesgo de préstamos “ *especializados* ” a los menos solventes podía eliminarse mediante la “ *diversificación* ”. Todo fue charla de ventas, pero funcionó, en parte, ya que los vendedores pudieron promocionar sus productos como “ *seguros* ” porque la especialización y la diversificación eran características muy apreciadas por el inversionista rubio. Resultó que eran rasgos falsos, ya que los productos no estaban diversificados y su complejidad los hacía prácticamente inanalizables. ¡Especializado de hecho! Caja de un billón de dólares australianos de 'cuidado con lo que deseas'. Tal artimaña no solo existe en los mercados crediticios: muchas carteras de acciones se construyen utilizando principios similares.

### La cultura del vestuario

La actitud de los constructores y vendedores de estas cosas nuevas puede ser similar a lo que Charlie Munger llamó la “ *cultura del vestuario* ”. Esta es una actitud en la que los jugadores solo tienen que ganar, y no son demasiado aprensivos con los medios. Y si ganar, para algunos, significaba obtener una bonificación mayor que para otros, entonces, en el caso del mercado hipotecario, cualquier forma de hacer que la gente comprara papel caro estaba bien, y al diablo con las consecuencias. Esta es una orientación orgullosa, manipuladora y de puntuación que se manifiesta en todos los ámbitos de la vida, pero puede ser especialmente evidente en Wall Street, aunque algunos vendedores, deportistas, directores ejecutivos, políticos, señores de la guerra y tipos de fondos de cobertura no están exentos. Es quizás

169

la mentalidad dominante y progresista de nuestro tiempo y está intrínsecamente enfocada en resultados vívidos a corto plazo. Los objetivos de ventas y los márgenes de ganancia logrados mediante recortes pueden ser inherentemente inútiles al final, pero pueden deslumbrar por un tiempo, y ese es su valor para el vestuario.

Si somos honestos, todos hemos sido engañados por el vendedor sin escrúpulos y sus promesas a corto plazo. Quizás sea parte del proceso de crecimiento. Ciertamente, Zak y yo hemos respondido, con la hoja de pedidos y el bolígrafo a mano, a las empresas que han prometido explícitamente objetivos de ingresos y márgenes, sin considerar realmente cómo se obtendrían esos objetivos o si eran sostenibles. ¡Oh querido! Uno a cero para el vestuario. Sin embargo, al final, el pecado y la locura de la cultura del vestuario, con su actitud de ganar a cualquier precio, nos hace un daño enorme a todos.



Se ha escrito mucho sobre por qué existe la mentalidad de vestuario en las empresas que cotizan en bolsa. Sin embargo, es interesante que el comentario, hasta la fecha, ha sido casi deferente hacia los accionistas, quienes son presentados más como víctimas de escándalos que como sembradores de su propia desgracia. Diríamos una opinión contraria: si la base de accionistas de una empresa que cotiza en bolsa está dominada, por ejemplo, por fondos mutuos que, a su vez, buscan rendimiento a corto plazo, entonces eso también será lo que buscarán en sus inversiones. Por lo tanto, puede desarrollarse un pacto extraño entre los imperativos comerciales inmediatos del fondo mutuo controlado por la fuerza de ventas y, digamos, la compañía de bienes de consumo con ganancias que golpear. Ambas partes se ocuparán de los resultados a corto plazo y aprovecharán los de largo plazo para satisfacer sus necesidades. Todas las partes invariablemente negarán que este sea el caso, al menos para sus clientes, pero, preguntamos, ¿cómo se alinean los incentivos? Diríamos que las empresas no solo obtienen los inversores que se merecen, sino que los inversores también obtienen las empresas que se merecen.

Schlock engendra schlock, por así decirlo.

Operando dentro de la burbuja, es difícil para muchos participantes ver esto. El autor Upton Sinclair, al comentar sobre la actitud de los empresarios y casi cien años antes de la actual crisis crediticia, tenía razón, “ *es difícil lograr que un hombre entienda algo cuando su salario (o bonificación) depende de que no lo entienda* ”. Entonces, la mentalidad prevalece porque paga a corto plazo. Pero esto no lo convierte en lo correcto ni lo hace rentable a largo plazo.

#### Hacer lo correcto en lugar de lo que funciona bien

Zak y yo preferimos un enfoque diferente. Diríamos que es más probable que el comportamiento en el vestuario sea detectado por inversores generalistas y pacientes que utilizan el sentido común, ya que ayuda estar fuera de la burbuja para ver la burbuja. También puede ayudar a uno a pensar si el inversor está preparado para hacer una inversión significativa a largo plazo, ya que esto rompe el hechizo de entrar y salir, hacerse rico rápidamente del vendedor (y, seamos sinceros, ¡el vendedor en la propia cabeza!). Nuestra disposición anti-vestuario fue compartida por el fundador de una de las firmas participadas de Nomad, quien, en una reunión privada, lo expresó de la siguiente manera: “ *si quieres tener éxito, y nosotros lo hacemos, entonces tienes que estar dispuesto a serlo. incomprendido, y hacer cosas que no parecen sensatas para la mayoría de la gente* ”. Por ejemplo, “ *si ustedes (los empleados) vienen a la oficina por la mañana pensando cómo van a vencer al número uno, dos o tres de la industria* ”, ¿cuántas veces hemos escuchado a las empresas expresar esa opinión? - “ *entonces, nuestra firma no es el lugar adecuado para usted. Comenzamos con el cliente y trabajamos al revés* ”. ¡Oh dulce néctar! Continuó diciendo que en lugar de establecer sus estándares por lo que hacen los demás, la empresa se benefició de un “ *descontento divino* ” con el status quo, que mantuvo a los colegas en alerta y la empresa mejorando, independientemente de la competencia.

170

haciendo. En otras palabras, su empresa tenía una brújula interna con el norte verdadero apuntando a lo que era correcto para el cliente.

Esta orientación nos parece la antítesis del conjunto de vestuario.

#### Carácter como forma de reducir el riesgo de reinversión

A juzgar por nuestra tasa de éxito con las empresas entrevistadas, Zak y yo estimamos que menos del cinco por ciento de las empresas que cotizan en bolsa hacen lo que creen que es correcto, en lugar de lo que creen que funciona bien con el mundo exterior (medios, Wall Street, inversores). Aun así, la gran mayoría de las empresas de Nomad hacen lo correcto a largo plazo. Pero sospecho que tenemos predilección por esas personas. Lo que nos lleva a una característica importante de Nomad hoy que esperamos afecte los resultados en los próximos años.

Existen, en términos generales, dos formas de comportarse como inversor. Primero, compre algo barato anticipando un aumento en el precio, véndalo con una ganancia y repita. Casi todo el mundo hace esto hasta cierto punto. Y para algunos administradores de fondos, según el número de acciones de una cartera y el tiempo que se mantienen, tal vez muchos cientos de decisiones al año requieren. Alternativamente, la segunda forma de invertir es comprar acciones de una gran empresa a un precio razonable y dejar que la empresa crezca. Esto parece requerir una sola decisión (comprar las acciones) pero, en realidad, ¡requiere decisiones diarias de no vender las acciones también! Casi nadie hace esto, en parte porque requiere paciencia, y el juego de vestuario no hace paciencia, pero también porque la inactividad es enemiga de las altas tarifas.

Independientemente de cómo pueda parecer, Zak y yo nos dirigimos hacia la inactividad, al menos según lo juzga nuestra industria. Como hemos establecido en cartas anteriores, en parte esto se debe a que nos damos cuenta a través de la experiencia vicaria, y no tan vicaria (!), De que no sabemos mucho. Ciertamente no tenemos una opinión sobre muchos cientos de acciones, al menos, no una opinión en la que invertiríamos dinero. En segundo lugar, hemos aprendido o, mejor dicho, hemos llegado a apreciar, que el carácter de una empresa, llámelo la capacidad de resistir la tentación del vestuario, es mucho más importante de lo que pensamos. Ésta es una idea importante. A la larga, puede que sea lo único que importe. Y nota,

Nomad invierte abrumadoramente en negocios de gran carácter.

En tercer lugar, si nuestras empresas pueden crecer con éxito y podemos resistir la tentación de jugar, entonces podemos reducir significativamente el riesgo de reinversión implícito en muchas compras y ventas de acciones. Finalmente, grandes negocios han estado “a la venta” y fueron, en nuestra opinión, la oportunidad de inversión del período de crisis crediticia. Cuando le escribimos hace un año, le dijimos: “*Puede que no lo parezca, pero para un inversor a largo plazo, éste es el mejor de los tiempos, no el peor... Anímese y mire hacia el horizonte.*” Hoy tenemos una cartera de negocios excepcionales e iconoclastas que podríamos poseer durante muchos años.

Este es el paraíso de las inversiones.

Le deseamos una nueva década muy exitosa.

Tuyo sinceramente,

Nicholas Sleep

Hay, nos dicen, un quiosco de boletos en una estación de tren en algún lugar de la India con un letrero sobre la ventana que dice: "Aquí no hay bambú". Es con el mismo espíritu que intentamos estas palabras de advertencia. Las exenciones de responsabilidad se reducen a la siguiente declaración: si eliges creer algo de esto, entonces estás solo. Será difícil para nosotros escapar de esta conclusión también, y tiene poco sentido para nosotros hacer otra cosa que no reclamar responsabilidad por errores, omisiones y no ofrecer garantías - por favor, revise todo lo que decimos, avísenos cuando estemos equivocados y perdona nuestros errores. Le prometemos esto: somos humanos, cometemos errores, pero nuestros errores, esperamos, sean errores honestos. Aunque no pretendemos engañar, tampoco podemos garantizar la información contenida en estas cartas, o que algunas de nuestras ideas puedan ser interpretadas de formas que no pretendemos. Como inversores, estamos tratando de hacer todo lo posible y escribimos estas cartas de buena fe para informar y educar a los inversores sobre nuestras acciones y pensamientos en el contexto de la Asociación. Esperamos que se lean con el mismo espíritu con el que están escritos. Como autores afirmamos nuestros derechos de autor. Sin embargo, también entendemos que nuestras cartas se transmiten. Solo te pedimos que nos atribuyas nuestro trabajo.

El sentido común le dice que el precio y el valor de las acciones pueden variar enormemente y, aunque no pretendemos lograrlo, también reconocemos que es posible un deterioro permanente del capital. Nuestro fondo de inversión está concentrado, quizás más que muchos otros fondos, y como tal, nuestros resultados serán más volátiles que muchos de nuestros pares. Nomad también es un fondo a muy largo plazo. No creemos que sea adecuado para aquellos con plazos inferiores a cinco años. Tampoco creemos que Nomad sea adecuado para inversores en conflicto excesivo con cuestiones de principal-agente. Si se siente incómodo, Nomad no es para usted.

Nomad Investment Partnership ha tenido dos socios generales, Marathon Asset Management durante el período desde su inicio en 2001 hasta septiembre de 2006, y Sleep, Zakaria and Company, Ltd. desde septiembre de 2006 hasta la actualidad. Zak y yo hemos sido responsables de la gestión de inversiones de la Asociación desde el inicio, antes como empleados de Marathon y luego en nuestra propia empresa, que se creó con el propósito de gestionar Nomad. La aventura continúa ...

#### Notas legales a pie de página

Los números de desempeño son producidos por Phoenix Fund Services, el administrador de Nomad, y Ernst and Young los audita en su auditoría anual, que sigue a la publicación de nuestras cartas.

En nuestras cartas nos referimos tanto a los socios limitados de la Asociación como a los accionistas comunes de Nomad Investment Company (fondo subordinado) como "Socios". Hacemos esto para transmitir una relación que buscamos en la que nuestros inversores sean socios en una experiencia y un destino compartidos, en el que ellos también tengan algo que aportar. No pretendemos sugerir que exista una asociación, en el sentido estricto y legal de la palabra, entre los accionistas del fondo alimentador y Nomad, o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizada y regulada por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA) (No. 451772). Este documento solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Esta comunicación se envía y está dirigida únicamente a: (a) personas fuera del Reino Unido; (b) profesionales de la inversión, según se definen en el Artículo 19 (5) de la Orden de 2005 de la Ley de Mercados y Servicios Financieros (Promoción Financiera) de 2005 (la "Orden"); o (c) compañías de alto patrimonio, asociaciones y sociedades no constituidas en sociedad y fideicomisarios de fideicomisos de alto valor como se describe en el Artículo 49 (2) (a) y (d) de la Orden, y otras personas a quienes de otra manera se les pueda comunicar legalmente, incluidos en el artículo 49 (1) de la Orden. Nomad Investment Partnership no es un esquema reconocido bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 ("FSMA"). Dada la naturaleza de la base de inversores de Nomad, el recurso a la FSA y al Plan de Compensación de Servicios Financieros puede ser limitado. Domicilio social: 1a, Burnsall Street, Londres, SW3 3SR, Inglaterra. © Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

# Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall  
Londres  
Inglaterra  
SW3 3SR  
T: +44 (0) 20 7101 1960  
F: +44 (0) 20 7101 1965

## Asociación de inversión nómada

### Carta interina

Para el período terminado en junio 30 de <sup>xx</sup> de 2010.

Resultados acumulados a junio 30 de <sup>xx</sup> de 2010.	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice (neto) US \$</u>
Seguimiento:		
Un año	+ 38,1%	+ 10,2%
Dos años	+15,4	-22,3
Tres años	-5,6	-30,6
Cuatro años	+22,3	-13,9
Cinco años	+34,7	+0,3
Seis años	+70.0	+10,4
Siete años	+139,8	+36,9
Ocho años	+195.0	+33,6
Desde el inicio (septiembre 10 ° 2001)	+238.2	+26,2
Anualizado desde el inicio		
Antes de comisiones por desempeño	+ 14,8%	
Después de las comisiones por desempeño	+12,5	+ 2,7%

Las cifras anteriores no están auditadas, se presentan de forma acumulativa y, como siempre, son antes de comisiones. La tarifa de rendimiento reembolsable de Nomad y el obstáculo de la tarifa de rendimiento dependiente del tiempo significan que los resultados netos de todas las tarifas variarán con la fecha de suscripción y de un inversor a otro. Por lo tanto, los inversores tendrán su propia experiencia única de comisiones netas al invertir en Nomad. Como guía, también hemos detallado al dorso el resultado neto de todas las tarifas de un momento determinado, en este caso desde el inicio. Se utiliza un índice en la tabla para colocar nuestros resultados en contexto con una amplia gama de precios de acciones de todo el mundo. No nos sentimos muy convencidos de los méritos del índice que hemos elegido y es posible que los socios deseen utilizar otro. Cualquiera que sea el criterio, solo pedimos que Nomad se compare a muy largo plazo. A continuación, se presentan los mismos resultados previos al pago de tarifas en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, la tabla superior es la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

Resultados del año calendario hasta el 30 de junio: Inversión  
nómada

	Camaradería	Mundo MSCI Índice (neto) <u>US</u> \$
2010 año hasta la fecha	-2,7%	-9,8%
2009	+71,5	+30,0
2008	-45,3	-40,7
2007	+21,2	+9,0
2006	+13,6	+20,1
2005	+9,2	+9,5
2004	+22,1	+14,7
2003	+79,6	+33,1
2002	+1,3	-19,9
2001 (inicio Sept 10 ° 2001)	+10,1	+3,6

El Año Nuevo trajo el décimo año calendario de operaciones de Nomad. Desde que comenzamos, un dólar invertido en Nomad al inicio ha crecido hasta tener un valor de \$ 2.82 neto de todas las tarifas, al 30 de junio, mientras que un dólar invertido durante el mismo período en la acción promedio, como se refleja en el índice anterior, valdría alrededor de \$ 1.26. Dicho de otra manera, el valor liquidativo se ha compuesto al 12,5% anual, mientras que el índice se ha mantenido en el 2,7%.

#### Algunas observaciones sobre la naturaleza de las ventajas comparativas

Quizás haya pocas cosas más buenas que el placer de descubrir algo nuevo. El descubrimiento es uno de los placeres de la vida y, en nuestra opinión, es una de las verdaderas emociones del proceso de inversión. El aprendizaje acumulativo que resulta conduce a lo que el vicepresidente de Berkshire Hathaway, Charlie Munger, llama "*sabiduría mundana*". La sabiduría mundana es una buena frase para el capital intelectual con el que se toman las decisiones de inversión y, al final del día, es la fuente de cualquier resultado de inversión superior que podamos disfrutar. Entonces, cuando se analiza una empresa, uno simplemente sabe que está en lo bueno cuando se aprende algo nuevo y el centavo finalmente cae. Y muchas veces más afortunado si esa información se puede aplicar de manera más general a todas las empresas.

Tomemos, por ejemplo, un viaje de investigación reciente a una compañía de seguros galesa. Los productos de la firma no son un seguro de automóvil especial que se vende a clientes que compran principalmente debido al requisito legal de estar asegurado en la vía pública. Hay poca diferenciación de productos en la industria y la decisión de compra del cliente suele depender del precio. Esta es una relación sin alma: es casi imposible lograr que los clientes amen a sus compañías de seguros y, por su parte, las compañías de seguros tampoco dan la impresión de que aman mucho a sus clientes. Sea como fuere, la empresa

que visitamos tiene un historial maravilloso de resultados financieros que se remonta a décadas. No solo es bueno para los estándares de la industria de seguros (un obstáculo bajo que superar si es que alguna vez lo hubo), pero bueno para cualquier estándar. ¿Entonces qué está pasando?

Cuando se analizan situaciones de este tipo, resulta tentador buscar las cosas importantes que la empresa hace bien. De hecho, se busca la prueba irrefutable que explica el éxito de la empresa. Una pistola humeante puede ser una imagen vívida, pero el mundo no siempre funciona así. Debería haberlo sabido mejor cuando le pregunté qué gran idea había llevado al éxito de la empresa: " *No, no, Nick, aquí no hay salsa secreta* ", explicó un alto ejecutivo, " *no hacemos una cosa de manera brillante, hacemos muchas, muchas cosas ligeramente mejor que otras* ". He escuchado esta línea con frecuencia en el último

174

Veinte años más o menos, y siempre lo he descartado como una hoja de parra que cubre la falta de cualquier ventaja corporativa real. Y creo que todo este tiempo me he equivocado.

Tomemos Costco Wholesale: la ventaja de Costco es su base de muy bajo costo, pero ¿de dónde viene eso? No de tierras de bajo costo, o salarios baratos o cualquier cosa grande, sino de mil decisiones diarias para ahorrar dinero donde no es necesario gastarlo. Este ahorro luego se devuelve a los clientes en forma de precios más bajos, el cliente corresponde y compra más bienes y así comienza un ciclo de retroalimentación virtuoso. La ventaja de la empresa comienza con 147,000 empleados en 566 almacenes que toman múltiples decisiones diarias con respecto a costos anuales por valor de U \$ 68 mil millones. Son miles de personas que se preocupan por miles de cosas un poco más, quizás, de lo que puede ocurrir en otros minoristas. Aquí no hay hoja de parra. Cuando Zak y yo conocimos a Jim Sinegal, el director ejecutivo de Costco, Jim se detuvo repentinamente a mitad de la oración, su rostro se iluminó, " *Debo mostrarte esto* ", dijo y desapareció en un gabinete lleno. Salió con un memorando de 1967 escrito por Sol Price, fundador de Fed-Mart (la empresa predecesora de Costco), " *aquí puede tener una copia de esto* ", dijo, y esa copia está enmarcada en la pared de nuestra oficina. El memo dice esto,

*"Aunque a todos nos interesa el margen, nunca debe hacerse a expensas de nuestra filosofía. El margen debe obtenerse mediante mejores compras, énfasis en vender el tipo de bienes que queremos vender, eficiencias operativas, menor rebajas, mayor facturación, etc. Incrementar los precios de venta al público y justificarlo en base a que seguimos siendo "competitivos" podría llevar a un rudo despertar como lo ha hecho con tantos. Concentrémonos en lo barato que podemos llevar las cosas a la gente, en lugar de en cuánto aguantará el tráfico, y cuando la carrera termine, Fed-Mart estará allí "*. [El mejor resumen del caso de negocio para la economía de escala compartido que hemos encontrado].

Cuarenta y tres años después, casi hasta el día, Costco es el minorista más valioso de su tipo en el mundo. Las culturas que se preocupan por las pequeñas cosas todo el tiempo son muy difíciles de crear y, en opinión del fundador de Amazon.com, Jeff Bezos, casi imposibles de crear si no se implementan en la génesis de la empresa. (Vale la pena señalar que, por el contrario, la mayoría de las empresas recortan costos esporádicamente, a menudo en respuesta a una crisis, como parte del plan B, por así decirlo. Con la espalda contra la pared, los buenos costos (gastos de inversión) pueden reducirse así como malos costos

(hinchazón), con el resultado de que los ahorros resultan contraproducentes a largo plazo). La compañía de seguros galesa fue fundada por un hombre que se preocupaba apasionadamente por los pequeños ahorros, e institucionalizó esta orientación en la cultura de la empresa desde el principio. Era la forma en que vivían; era parte de su razón de ser: era el plan A. Y compartían ese ahorro con sus clientes. Aunque tardé en comprender el punto, la ventaja de la compañía de seguros era muy similar a la que había construido Costco y hoy construye Amazon.

Mi error al no reconocer que estas empresas comparten raíces similares ( "*¡D'oh!*", Como diría Homer Simpson) podría ser calificado por los psicólogos como un error de "*encuadre*". Cuando busca una explicación para una situación, el cerebro tiende a aferrarse a lo que se puede encontrar fácilmente para "enmarcar" la situación, y si lo que se encuentra fácilmente también es vívido, entonces el cerebro deja de buscar otra explicación. Había ido en busca de lo que pensé que debería estar allí, una pistola humeante vívida, como una marca, una ubicación, un contrato de reaseguro inteligente o una patente. Sin embargo, no hay una razón a priori por la que una ventaja comparativa deba ser una gran cosa, al igual que muchas cosas pequeñas. De hecho, una red interconectada y autorreforzada de pequeñas acciones puede tener más éxito que una gran cosa. Dejame explicar.

Tomemos como ejemplo una gran empresa, como una farmacéutica. Una empresa farmacéutica de éxito no

175

No es necesario que sea particularmente bueno en marketing, fabricación o investigación y desarrollo si, a través de una patente, tiene un monopolio legal sobre un medicamento. Pero mire, por así decirlo, lo frágil que es el ecosistema de las compañías farmacéuticas. Un rival podría reemplazarlo en cualquier momento con un producto químico mejor y la empresa se quedaría con poco a lo que recurrir, ciertamente no en marketing, I + D y fabricación. Por lo tanto, su período de rentabilidad excepcional puede ser bastante finito y las grandes empresas farmacéuticas luchan con este problema hoy.

Compare esto con un negocio de economía de escala: para mejorar la base de costos de un operador establecido, un rival tendría que ser superior, no en una cosa, sino en un millón de pequeñas acciones, una tarea mucho más difícil. La carta de Amazon a los accionistas de este año contiene la siguiente sección:

*"... Creemos que enfocar nuestra energía en los insumos controlables de nuestro negocio es la forma más efectiva de maximizar nuestros resultados financieros a lo largo del tiempo... hemos estado utilizando este mismo proceso anual [de establecimiento de metas] durante muchos años. Para 2010, tenemos 452 metas detalladas, con propietarios, entregables y fechas de finalización específicas "*

En Amazon, la iniciativa de un empleado para quitar las bombillas de las máquinas expendedoras (¡de verdad!) Le ahorra a la empresa US \$ 20.000 al año. En la compañía de seguros galesa cayó el centavo: las empresas que tienen un proceso para hacer muchas cosas un poco mejor que sus rivales pueden ser menos riesgosas que las empresas que hacen una cosa bien porque su éxito futuro es más predecible. Simplemente, son más difíciles de superar. Y si son más difíciles de superar, pueden ser negocios muy valiosos.

## La sutil implicación para los inversores a largo plazo

La oportunidad para los inversores de Nomad proviene de darse cuenta de para quiénes estas empresas son más valiosas. Ciertamente no el inversor a corto plazo, que será indiferente en cuanto a si Amazon, Asos o Air Asia serán el minorista / minorista electrónico de moda / aerolínea más valioso del mundo dentro de diez años. El administrador del fondo institucional puede ser igualmente indiferente. Esta miopía profesional colectiva presenta al verdadero inversionista a largo plazo con el botín, pero el mecanismo para esta transferencia de riqueza del tenedor a corto plazo al inversionista a largo plazo es sutil.

Cuando los inversores valoran un negocio, tienen en mente, consciente o inconscientemente, un árbol de decisiones con las distintas ramas que conducen a todos los futuros y probabilidades posibles adjuntos a esas ramas. El precio de la acción se puede considerar como un agregado del valor ponderado de probabilidad de estas ramas. El problema, como señaló recientemente Ole Peters, científico del Instituto Santa-Fe (Boletín SFI 2009, volumen 24), es que esta no es una representación precisa de lo que será el futuro. El próximo paso para la empresa no será visitar todas esas sucursales simultáneamente. En realidad, la empresa en cuestión solo visitará una de esas sucursales antes de pasar a la siguiente y así sucesivamente. Los inversores a corto plazo dedican su tiempo a intentar reducir las probabilidades de cada sucursal.

Adivinar cuál es la siguiente rama puede ser un negocio abarrotado, pero está bien, en la medida de lo posible. Sin embargo, en nuestra opinión, se pierde el panorama general. Propondríamos que algunas empresas, una vez que han progresado por la primera rama favorable, tienen muchas más posibilidades de avanzar por la segunda rama favorable, y luego la tercera, a medida que se construye un circuito de retroalimentación virtuoso. El proceso lleva tiempo, pero un resultado favorable en cualquier etapa aumenta las posibilidades de éxito en el futuro, por así decirlo. Piense en ello como una cultura empresarial.

176

Tomemos como ejemplo a Air Asia: la firma nació con una cultura de costos sin lujos, con el resultado de que, estimamos, es la aerolínea de menor costo del mundo: esta es la sucursal favorable. Rama dos favorable: los empleados se enorgullecen de la empresa, proponen sus propios ahorros y los ahorros se implementan. Rama tres: los ahorros superan al grupo de pares y se devuelven a los clientes en forma de precios más bajos. Rama cuatro: el cliente es recíproco y aumentan los ingresos. Rama cinco: las ventajas adicionales de escala conducen a más ahorros por asiento volado. Rama seis: mayor reciprocidad con el cliente. Rama siete: la red se construye y desplaza a otras aerolíneas menos eficientes. Rama ocho: ¿los competidores cierran?

El punto es que las probabilidades asociadas con cualquiera de estas ramas no son estáticas pero, de una manera muy importante, mejoran a medida que uno viaja de una rama a otra. ¿Imagina la recompensa en un juego con estos atributos? Si los inversores reconocen la inevitabilidad de estas probabilidades de mejora, también suelen ser indiferentes a ellos, tal vez viendo la grandeza eventual de un negocio simplemente fuera de su horizonte temporal. Sin embargo, el efecto de esta indiferencia sobre los precios de las acciones es dejar sin descontar el éxito a largo plazo (tenga en cuenta que los precios de las acciones son un agregado de todos los mundos futuros posibles, no el futuro real) y las recompensas de esa observación pueden ser enormes para unos pocos pacientes. . Ciertamente lo esperamos.



El siguiente párrafo es importante

Por lo tanto, la paciencia reflexiva y tranquila de nuestros clientes tiene un papel importante que desempeñar en el proceso. Es la forma racional de responder a nuestra inversión en empresas que están jugando a largo plazo, ya que completa el ecosistema favorable. No subestime la importancia de su papel en el proceso. Nos hace un gran honor ser una mano tranquila en el timón. Gracias.

Los lectores que llegan al final de nuestras cartas (puede que nos estemos halagando), incluidas las notas a pie de página (¡podemos estar engañándonos a nosotros mismos!), Pueden recordar la historia que volvimos a contar del Ferrari 250 GTO comprado por un coleccionista en la década de 1960 para el precio efectivo de £ 750. La belleza de la historia es que aunque el automóvil es uno de los más valiosos del mundo, el coleccionista todavía tiene su automóvil en la actualidad. Un 250 GTO diferente ha cambiado de manos recientemente, y el precio ... ¡20 millones de dólares! Hace que el triplicado de Nomad parezca más bien vulgar. Mejor volvamos a esos informes anuales.

Como siempre, “*ánimate y mira al horizonte...*”. Disfruta el verano.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

*Nuestras notas al pie*

Hay, nos dicen, un quiosco de boletos en una estación de tren en algún lugar de la India con un letrero sobre la ventana que dice: " *Aquí no hay bambú* ". Es con el mismo espíritu que intentamos estas palabras de advertencia. Las exenciones de responsabilidad se reducen a la siguiente declaración: si eliges creer algo de esto, entonces estás solo. ¡Ay! Será difícil para nosotros escapar de esto

177

Conclusión también, y tiene poco sentido para nosotros hacer algo más que renunciar a la responsabilidad por errores, omisiones y no ofrecer garantías. Por favor, revise todo lo que decimos, avísenos cuando nos equivoquemos y perdone nuestros errores. Te prometemos esto: somos humanos, cometemos errores, pero nuestros errores son honestos. Aunque no pretendemos engañar, tampoco podemos garantizar la información contenida en estas cartas, o que algunas de nuestras ideas puedan ser interpretadas de formas que no pretendemos. Como inversores, estamos tratando de hacer el mejor trabajo posible y escribimos estas cartas de buena fe para informar y educar a los inversores sobre nuestras acciones y pensamientos en el contexto de la Asociación. Esperamos que se lean con el mismo espíritu con el que están escritos.

El sentido común le dice que el precio y el valor de las acciones pueden variar enormemente y, aunque no pretendemos lograrlo, también reconocemos que es posible un deterioro

permanente del capital. Nuestra Asociación se concentra en relativamente pocas inversiones, quizás más concentradas que muchas otras, y como tal, nuestros resultados serán más volátiles que muchos de nuestros pares. Nomad también es una asociación a muy largo plazo. No creemos que sea adecuado para inversores con plazos inferiores a cinco años. Tampoco creemos que Nomad sea adecuado para inversores en conflicto excesivo con cuestiones de principal-agente. Si se siente incómodo, sospechamos que Nomad no es para usted.

Nomad Investment Partnership ha tenido dos socios generales, Marathon Asset Management durante el período desde su inicio en 2001 hasta septiembre de 2006, y Sleep, Zakaria and Company, Ltd. desde septiembre de 2006 hasta la actualidad. Zak y yo hemos sido responsables de las decisiones de inversión de la Asociación desde el inicio, antes como empleados de Marathon y luego en nuestra propia firma, que se creó con el propósito de administrar Nomad. La aventura continúa ...

### Algunas notas sobre el servicio de limpieza (¡manténgase despierto en la parte de atrás!)

Esta es la carta provisional y, combinada con la carta anual enviada a los inversores en enero, es el formato principal que utilizamos para comunicarnos con nuestros inversores. En estas cartas hemos tratado de proporcionar de manera honesta y completa toda la información que buscaríamos si se cambiaran las tornas y fuéramos inversores en el fondo de otra persona. Poseemos acciones durante períodos muy prolongados y somos conscientes de que la presentación de informes más frecuentes o detallados puede ser innecesaria e incluso contraproducente. Una copia de nuestra obra maestra, la Colección completa de cartas, está disponible a pedido de Amanda en Galactic HQ ([amanda@sleepzakaria.co.uk](mailto:amanda@sleepzakaria.co.uk)). Se requiere mucho café. Los inversores en Nomad también recibirán una copia completa de nuestro Programa de inversiones por correo separado, cada seis meses, que enumera todas nuestras inversiones en detalle. Además, en la primavera recibirás las cuentas anuales de Nomad, auditadas por Ernst and Young, que se elaboraron en un tiempo récord este año y se enviaron a los inversores a principios de marzo. Cada mes, el administrador de Nomad (¡no nosotros!), Phoenix Financial Services en Dublín, Irlanda, le envía extractos de cuenta. Llame a Gavin Gray y su equipo (+353 18 450 8161) con sus consultas sobre el estado de cuenta. Al igual que los inversores estadounidenses sujetos a impuestos como Gavin y su equipo, también deben preparar sus certificados de impuestos (1099). Los clientes siempre deben considerar que Zak y yo estamos disponibles al final del teléfono, y que nuestra puerta de entrada (algo en mal estado) está abierta para los visitantes. Y aunque damos la bienvenida a su empresa, no se decepcione demasiado si no tenemos muchas novedades que decir: esperamos que ya esté en las cartas.

### Notas legales a pie de página

Los números de desempeño son producidos por Phoenix Fund Services, el administrador de Nomad, y Ernst and Young los audita en su auditoría anual, que sigue a la publicación de nuestras cartas.

En nuestras cartas nos referimos tanto a los socios limitados de la Asociación como a los accionistas comunes de Nomad Investment Company (fondo subordinado) como "Socios". Hacemos esto para transmitir una relación que buscamos en la que nuestros inversionistas sean socios en una experiencia y un destino compartidos, en

que ellos también tienen algo que aportar. No pretendemos sugerir que exista una asociación, en el sentido estricto y legal de la palabra, entre los accionistas del fondo alimentador y Nomad, o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizada y regulada por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA) (No. 451772). Este documento solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Esta comunicación se envía y está dirigida únicamente a: (a) personas fuera del Reino Unido; (b) profesionales de la

inversión, según se definen en el Artículo 19 (5) de la Orden de 2005 de la Ley de Mercados y Servicios Financieros (Promoción Financiera) de 2005 (la "Orden"); o (c) compañías de alto patrimonio, asociaciones y sociedades no constituidas en sociedad y fideicomisarios de fideicomisos de alto valor como se describe en el Artículo 49 (2) (a) y (d) de la Orden, y otras personas a quienes de otra manera se les pueda comunicar legalmente, incluidos en el artículo 49 (1) de la Orden. Nomad Investment Partnership no es un esquema reconocido bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 ("FSMA"). Dada la naturaleza de la base de inversores de Nomad, el recurso a la FSA y al Plan de Compensación de Servicios Financieros puede ser limitado. Domicilio social: 1a, Burnsall Street, Londres, SW3 3SR, Inglaterra. © Sueño, Zakaria and Company, Ltd

## Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall  
Londres  
Inglaterra  
SW3 3SR  
T: +44 (0) 20 7101 1960  
F: +44 (0) 20 7101 1965

### Asociación de inversión nómada

#### Carta interina

Para el período terminado en junio 30 de <sup>xx</sup> de 2011.

Resultados acumulados a junio 30 de <sup>xx</sup> de 2011.

	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice</u> <u>(neto) US \$</u>
Seguimiento:		
Un año	73,7%	30,5%
Dos años	139,9	43,8
Tres años	100,5	1,4
Cuatro años	64,0	-9,4
Cinco años	112,5	12,4
Seis años	134,0	30,9
Siete años	195,3	44,1
Ocho años	316,6	78,7
Nueve años	412,5	74,3
Desde el inicio (septiembre 10 ° 2001)	487,5	64,7
Anualizado desde el inicio		
Antes de comisiones por desempeño	20,9%	5,5%
Después de las comisiones por desempeño	17,7	
Valor de un dólar invertido al inicio (tarifas previas) \$ 5.87		\$ 1,65

Las cifras anteriores no están auditadas, se presentan sobre una base de ganancia porcentual acumulada y, como siempre, son antes de comisiones. Presentamos los resultados de esta manera, ya que la tarifa de rendimiento reembolsable de Nomad y el obstáculo de la tarifa de rendimiento dependiente del tiempo significan que los resultados netos de todas las tarifas variarán con la fecha de suscripción y de un inversor a otro. Por lo tanto, los socios tendrán su propia experiencia única, neta de tarifas, al invertir en Nomad. Como guía, también hemos detallado los resultados netos de todas las tarifas de un momento determinado, en este caso desde el inicio. Se utiliza un índice en la tabla para colocar nuestros resultados en contexto con una amplia gama de precios de acciones de todo el mundo. No nos sentimos muy convencidos de los méritos del índice que hemos elegido y es posible que los socios deseen utilizar otro. Cualquiera que sea el criterio, solo pedimos que Nomad se compare a muy largo plazo. A continuación, se presentan los mismos resultados previos al pago de tarifas en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, es

probablemente la tabla superior la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

180

Resultados del año calendario:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice (neto) US \$</u>
2011 año hasta la fecha	17,5%	6,3%
2010	43,9	11,8
2009	71,5	30,0
2008	-45,3	-40,7
2007	21,2	9,0
2006	13,6	20,1
2005	9,2	9,5
2004	22,1	14,7
2003	79,6	33,1
2002	1,3	-19,9
2001 (inicio Sept 10 ° 2001)	10.1	3.6

Un dólar estadounidense invertido en Nomad al inicio ha crecido hasta un valor de \$ 5,87 antes de comisiones, al 30 de junio, mientras que un dólar invertido durante el mismo período en la acción promedio, como se refleja en el índice anterior, valdría alrededor de \$ 1,65. Dicho de otra manera, el valor liquidativo (es decir, después de las comisiones) se ha compuesto en un 17,7% anual, mientras que el índice se ha mantenido en un 5,5%.

#### Algunas observaciones sobre atajos mentales

En el curso de Behavioural Finance del profesor Richard Zeckhauser en la Escuela de Gobierno JFK de la Universidad de Harvard, el profesor Zeckhauser escribió la siguiente nota y la pasó a otro panelista, mientras que ambos organizaron un grupo de discusión con una audiencia de profesionales de la inversión.

*Zeckhauser: Uno de nuestros participantes está comprando valores de Zimbabwe, que tienen un precio de un pequeño porcentaje del valor liquidativo. ¿Intentarías invertir con él?*

Otro panelista: *¡No!* (el signo de exclamación es original)

¡Oh querido! Sospechamos que el otro panelista tomó una decisión en el momento en que vio la palabra Zimbabwe y eso bloqueó su pensamiento sobre las ganancias que se podrían obtener con precios tan bajos. Todos hacemos esto hasta cierto punto. Es muy fácil descartar una buena idea debido a una mala asociación. Como bromeó Charlie Munger en un discurso pronunciado en el mismo curso unos años antes, “*la mente humana se parece mucho al óvulo humano*”: una vez que un espermatozoide ha entrado, todos los demás se bloquean. Una empresa de investigación de mercado que visitamos recientemente nos dijo que la mayoría de la publicidad de automóviles se lee después de que ya se ha tomado la decisión de compra del automóvil. Y solo se leyó entonces para recopilar información para convencer a otras personas de que la decisión de compra fue racional (“*no, no, no era la forma sexy del automóvil, este automóvil tiene doce bolsas de aire y emite 170 g de carbono por milla*”). hecho. La mente humana tiene estos sesgos aprendidos, atajos, miedos, hábitos y asociaciones y, en el caso del panelista anterior, pueden impedirnos tomar decisiones racionales.

Una pregunta extraña apareció en nuestras cabezas el otro día: ¿por qué los minoristas de Internet están creciendo tan lentamente? A diferencia del comercio minorista tradicional, donde el crecimiento está limitado por las limitaciones físicas de un

181

El tamaño del edificio, la ubicación y el horario de apertura, la venta minorista por Internet no tiene tales limitaciones. Todos podríamos, por el bien de la discusión, decidir hacer todas nuestras compras en línea la próxima semana, y Amazon et al tomarían los pedidos. Es curioso, entonces, que la tasa de crecimiento de los ingresos en los principales minoristas basados en Internet sea, en términos muy generales, comparable a la que disfruta un minorista con limitaciones físicas, digamos, Wal-Mart, en una etapa similar de su desarrollo. ¿Entonces qué está pasando?

Si Frank Capra tiene razón en que “*una corazonada es creatividad que intenta decirle algo*”, entonces nuestra intuición es que la tasa de crecimiento de la venta minorista en línea se ve frenada por los sesgos psicológicos de los consumidores. Todos somos criaturas de hábitos, y la mayoría de nosotros renunciamos a las mantas cómodas a regañadientes. Por lo tanto, lleva tiempo adoptar un nuevo régimen y, por ejemplo, comprar libros en línea en lugar de comprarlos en la tienda local. Quizás entonces, después de habernos sentido cómodos comprando libros en línea, podamos experimentar con otra cosa, dicen los entrenadores, o suscripciones a revistas, o macetas, o sillines de bicicleta o comestibles. El proceso requiere una buena experiencia de venta minorista (precio, conveniencia, selección, etc.), la construcción de confianza y, a menudo, se aviva con recomendaciones personales (prueba social) e incluso derechos de fanfarronear para los primeros usuarios. El proceso es más una deriva que una epifanía. Nuestra intuición es que la tasa de crecimiento del comercio minorista en línea está regulada, no por la capacidad física, aunque eso puede ser un factor limitante, sino más bien por la velocidad a la que nuestros propios hábitos y asociaciones habituales son reemplazados por un comportamiento más racional.

### Los modelos que utilizamos pueden no ser los adecuados

En el comercio minorista de la calle principal, podemos estimar, en términos generales, cuál será el crecimiento de los ingresos para cada empresa el próximo año: es un producto del crecimiento de las ventas en la misma tienda más cualquier tienda nueva. Es posible que no tengamos la precisión correcta acerca de ninguno de los números, pero el rango está limitado y, por lo tanto, podemos hacer una estimación razonable, “*generalmente correcta*”

(en contraposición a "*precisamente incorrecta*"). Cuando los inversores piensan en el futuro de una empresa, a menudo tienen en mente la suposición de que las tasas de crecimiento se ralentizan con el tiempo, ya que la competencia se lleva las ventajas y los mercados se saturan. Por lo tanto, las tasas de crecimiento de ingresos pronosticadas (utilizadas en los modelos de valoración) comienzan altas y terminan bajas. Esto es especialmente cierto para las empresas que ya son bastante grandes.

Sin embargo, si la tasa de crecimiento del comercio minorista en Internet es producto de la actitud, más que de los activos, entonces el hecho de que una empresa ya sea bastante grande no significa necesariamente que su tasa de crecimiento sea lenta. La presunción generalizada de que la regresión a la media comienza en el momento en que el analista levanta su bolígrafo corre el riesgo de equivocarse. Dos años de crecimiento de los ingresos del cuarenta por ciento, por ejemplo, darán como resultado que los ingresos se dupliquen en veinticuatro meses y la regresión a las estimaciones basadas en la media sería casi un factor de dos. Eso no tomó mucho tiempo. En otras palabras, aunque algunas empresas minoristas en línea pueden ser bastante grandes, también pueden ser bastante jóvenes. En nuestra opinión, es esta comprensión la que ha impulsado parcialmente la revalorización de los minoristas de Internet en los últimos años.

#### Más sobre el conflicto del agente principal y la falta de confianza ...

Si bien Zak y yo disfrutamos resolviendo el problema de la inversión, por así decirlo, estamos menos embelesados con el tono de la industria de la inversión, especialmente el estado de la gobernanza de la industria. Las reglas integradas en la regulación, la contabilidad y la "diligencia debida" pueden ser bien intencionadas y parecer justificadas por el comportamiento deshonesto de los administradores de fondos anteriores (¡y nuestra industria tiene algunos pícaros de elección!), Pero su aplicación y cumplimiento le quita la vida a los inocentes y desafiaría la paciencia de Job. Igual de debilitamiento es que es imposible para los practicantes ganarse la vida.

182

fuera de la gobernanza dominante a través del buen comportamiento. La confianza, que alguna vez fue la piedra angular de la industria y la derivación de palabras como fideicomiso de unidad, fideicomiso de inversión, fideicomisario, etc., se ha perdido casi por completo. Es una gran vergüenza.

El cinismo puede ser endémico, pero no sustituye a la sabiduría. Disfrutamos del siguiente intercambio parafraseado relacionado con nosotros por una de las estrellas de la industria de administración de fondos de una conversación que tuvo con un analista:

*Analista: su desempeño es incomparable en los últimos tiempos, pero si no fuera propietario de la empresa xy la empresa y durante los últimos años, su desempeño habría sido solo promedio.*

*Administrador de fondos estrella: ¡pero ese es el punto, lo hice!*

El espíritu con el que la industria conduce sus asuntos no siempre es el de la humanidad en su mejor momento y, a veces, no saca lo mejor de las personas. Lo que se requiere, en nuestra opinión, es la reconstrucción de una red de confianza merecida entre los participantes. Esperamos que el modelo Nomad, con su paciencia, confianza recíproca y

calma, sea un pequeño paso en la dirección correcta. Es bastante maravilloso que también sea una forma económicamente rentable de comportarse.

### Hay mucho que celebrar.

Hay mucho que celebrar en Galactic HQ. Puede ser que el clima haya cambiado, podría ser la excelente cosecha de miel de las abejas en el techo del cuartel general (no bromeo, pregúntale a Zak), podría ser la actuación de Nomad (pero no lo creo). En los próximos meses tenemos mucho que agradecer: celebramos cinco años de Sleep, Zakaria and Company, diez años desde la formación de Nomad y veinte años para cada uno de nosotros en la industria. Estamos agradecidos de estar aquí y reconocemos que nuestra génesis fue bastante única (gracias, Jeremy). También tenemos un grupo de inversores bastante especial: gracias por el papel confiado y sabio que desempeña en el ecosistema Nomad. Les daremos un vaso (¡de té con miel!) Cuando la cosecha esté lista.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

### Nuestras notas al pie

Hay, nos dicen, un quiosco de boletos en una estación de tren en algún lugar de la India con un letrero sobre la ventana que dice: "*Aquí no hay bambú*". Es con el mismo espíritu que intentamos estas palabras de advertencia. Las exenciones de responsabilidad se reducen a la siguiente declaración: si eliges creer algo de esto, entonces estás solo. ¡Ay! También será difícil para nosotros escapar de esta conclusión, y tiene poco sentido para nosotros hacer algo más que renunciar a la responsabilidad por errores, omisiones y no ofrecer garantías; por favor, revise todo lo que decimos, avísenos cuando nos equivoquemos y perdone. nuestros errores. Te prometemos esto: somos humanos, cometemos errores, pero nuestros errores son honestos. Aunque no pretendemos engañar, tampoco podemos garantizar la información contenida en estas cartas, o que algunas de nuestras ideas puedan ser interpretadas de formas que no pretendemos. Como inversores, estamos tratando de hacer el mejor trabajo posible y escribimos estas cartas de buena fe para informar y educar a los socios sobre nuestras acciones y pensamientos en el contexto de la Asociación. Esperamos que se lean con el mismo espíritu con el que están escritos.

183

El sentido común le dice que el precio y el valor de las acciones pueden variar enormemente y, aunque no pretendemos lograrlo, también reconocemos que es posible un deterioro permanente del capital. Nuestra Asociación se concentra en relativamente pocas inversiones, quizás más concentradas que muchas otras, y como tal, nuestros resultados serán más volátiles que muchos de nuestros pares. Nomad también es una asociación a muy largo plazo. No creemos que sea adecuado para inversores con plazos inferiores a cinco años. Tampoco creemos que Nomad sea adecuado para inversores en conflicto excesivo con cuestiones de principal-agente. Si se siente incómodo, sospechamos que Nomad no es para usted.



Nomad Investment Partnership ha tenido dos socios generales, Marathon Asset Management durante el período desde su inicio en 2001 hasta septiembre de 2006, y Sleep, Zakaria and Company desde septiembre de 2006 hasta la actualidad. Zak y yo hemos sido responsables de las decisiones de inversión de la Asociación desde el inicio, antes como empleados de Marathon y luego en nuestra propia firma, que se creó con el propósito de administrar Nomad. La aventura continúa ...

### Algunas notas sobre el servicio de limpieza (¡manténgase despierto en la parte de atrás!)

Esta es la carta provisional y, combinada con la carta anual enviada a los inversores en enero, es el formato principal que usamos para comunicarnos con nuestros socios. En estas cartas hemos tratado de proporcionar de manera honesta y completa toda la información que buscaríamos si se cambiaran las tornas y fuéramos inversores en el fondo de otra persona. Poseemos acciones durante períodos muy prolongados y somos conscientes de que la presentación de informes más frecuentes o detallados puede ser innecesaria e incluso contraproducente. Una copia de nuestra obra maestra, la Colección completa de cartas, está disponible a pedido de Amanda en Galactic HQ (amanda@sleepzakaria.co.uk). Se requiere mucho café. Los socios de Nomad también recibirán una copia completa de nuestro Programa de inversiones por correo separado, cada seis meses, que enumera todas nuestras inversiones en detalle. Además, en la primavera recibirá las cuentas anuales de Nomad, auditadas por Ernst and Young. Cada mes, el administrador de Nomad (¡no nosotros!), Phoenix Financial Services en Dublín, Irlanda, le envía extractos de cuenta. Llame a Gavin Gray y su equipo (+353 18 450 8161) con sus consultas sobre el estado de cuenta. Al igual que los inversores estadounidenses sujetos a impuestos como Gavin y su equipo, también deben preparar sus certificados de impuestos (1099).

Los socios siempre deben considerar que Zak y yo estamos disponibles al final del teléfono y que nuestra puerta de entrada (algo en mal estado) está abierta para los visitantes. Y aunque damos la bienvenida a su empresa, no se decepcione demasiado si no tenemos muchas novedades que decir: esperamos que ya esté en las cartas.

### Notas legales a pie de página

Los números de desempeño son producidos por Phoenix Fund Services, el administrador de Nomad, y Ernst and Young los audita en su auditoría anual, que sigue a la publicación de nuestras cartas.

En nuestras cartas nos referimos tanto a los socios limitados de la Asociación como a los accionistas comunes de Nomad Investment Company (fondo subordinado) como "Socios". Hacemos esto para transmitir una relación que buscamos en la que nuestros inversores sean socios en una experiencia y un destino compartidos, en el que ellos también tengan algo que aportar. No pretendemos sugerir que exista una asociación, en

el sentido estricto y legal de la palabra entre los accionistas del fondo alimentador y Nomad, o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizada y regulada por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA) (No. 451772). Este documento solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Esta comunicación se envía y está dirigida únicamente a: (a) personas fuera del Reino Unido; (b) profesionales de la inversión, según se definen en el Artículo 19 (5) de la Orden de 2005 de la Ley de Mercados y Servicios Financieros (Promoción Financiera) de 2005 (la "Orden"); o (c) compañías de alto patrimonio, asociaciones y sociedades no constituidas en sociedad y fideicomisarios de fideicomisos de alto valor como se describe en el Artículo 49 (2) (a) y (d) de la Orden, y otras personas a quienes de otra manera se les pueda comunicar legalmente, incluidos en el artículo 49 (1) de la Orden.



# Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall

Londres

Inglaterra

SW3 3SR

T: +44 (0) 20 7101 1960

F: +44 (0) 20 7101 1965

## Asociación de inversión nómada

### Carta anual

Para el período terminado en diciembre 31 de <sup>st</sup> 2011

A diciembre 31 de <sup>st</sup> , 2011:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice</u>
	<u>(neto) US \$</u>	
	<u>%</u>	<u>%</u>
Seguimiento:		
Un año	-9,9	-5,5
Dos años	29,7	5,7
Tres años	122,5	37,3
Cuatro años	21,7	-18,6
Cinco años	47,5	-11,2
Seis años	67,6	6,6
Siete años	83,0	16,7
Ocho años	123,4	33,9
Nueve años	301,3	78,2
Diez años	306,5	42,8
Desde el inicio (septiembre 10 °, 2001)	347,6	47,9
Anualizado desde el inicio:	%	%
Antes de comisiones por desempeño	15,7	3,9
Después de las comisiones por desempeño	13,6	

Las cifras anteriores no están auditadas, se presentan sobre una base de ganancia porcentual acumulada y, como siempre, son antes de comisiones. Presentamos los resultados de esta manera, ya que la tarifa de rendimiento reembolsable de Nomad y el obstáculo de la tarifa de rendimiento dependiente del tiempo significa que los resultados netos de todas las tarifas variarán con la fecha de suscripción y, por lo tanto, de un inversor a otro. Por lo tanto, los socios tendrán su propia experiencia única, neta de tarifas, al invertir en Nomad. Como guía, también hemos detallado los resultados netos de todas las tarifas de un momento determinado, en este caso desde el inicio. Se utiliza un índice en la tabla para colocar nuestros resultados en contexto con una amplia gama de precios de acciones de todo el mundo. No nos sentimos muy convencidos de los méritos del índice que hemos elegido y es posible que los socios deseen utilizar otro. Cualquiera que sea el criterio, solo pedimos que Nomad se compare a muy largo plazo. A continuación, se presentan los mismos resultados previos al pago de tarifas en incrementos anuales discretos. Sin embargo, en nuestra opinión, es probable que el cuadro al dorso sea más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

A diciembre 31 de <sup>st</sup> :	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo</u> <u>MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice</u> <u>(neto) US \$</u>
Resultados del año calendario:	%	%
2011	-9,9	-5,5
2010	43,9	11,8
2009	71,5	30,0
2008	-45,3	-40,7
2007	21,2	9,0
2006	13,6	20,1
2005	9,2	9,5
2004	22,1	14,7
2003	79,6	33,1
2002	1,3	-19,9
2001 (inicio Sept 10 °, 2001)	10,1	3,6

Un dólar estadounidense invertido en Nomad al inicio ha crecido hasta un valor de \$ 3.71, después de las tarifas, a partir de

1 de enero de <sup>st</sup>, 2012, mientras que un dólar invertido en el mismo período en la proporción media, como se refleja en el índice anterior, sería un valor aproximado de \$ de 1.48. Dicho de otra manera, el valor liquidativo (es decir, después de las comisiones) se ha compuesto en un 13,6% anual, mientras que el índice se ha mantenido en un 3,9%.

Cuando era un joven (más) analista de inversiones, una vez me reuní con el director financiero de un gran banco de la costa oeste de EE. UU. Estaba ansioso de antemano, no es fácil para un joven mantenerse firme con un alto ejecutivo de cualquier negocio, y mucho menos con uno tan opaco como un banco. Olvidé la pregunta que hice, sin duda estaba envuelta en las últimas palabras de moda de la administración del día pero, en cualquier caso, fue tan complicada que provocó la siguiente respuesta:

*“ Mira, hijo, al final del día todo se trata de cobrar y retirar ”.*

¡Oh querido! Bueno, el rechazo podría haber sido peor y probablemente mereció ser peor. Esa fue una lección aprendida: manténgalo simple, se trata de cobrar y retirar efectivo.

Zak y yo dirigimos una sola sociedad que tiene inversiones a largo plazo en las acciones de, por lo demás, diez empresas, todas pagadas en efectivo. Somos propietarios del asesor de inversiones que administra la asociación y, por lo general, estamos cerrados a las suscripciones incrementales y, por lo tanto, libres de obligaciones de marketing. Eso es. Es terriblemente, terriblemente simple, pero no es fácil. No es fácil porque hay tantas distracciones: noticias, la telenovela del mercado de valores, eventos macroeconómicos, política, divisas, tasas de interés, tentaciones de principal / agente, regulación,

cumplimiento, administración, etc. no es exhaustivo! Es demasiado fácil hacer las cosas más complicadas de lo necesario o, al revés, no es fácil mantener la disciplina. Un truco que Zak y yo usamos al tamizar los datos que pasan por nuestros escritorios es hacernos la pregunta: ¿algo de esto hace una diferencia significativa en la relación que tienen nuestras empresas con sus clientes? Este vínculo (¡o no!) Entre clientes y empresas es uno de los factores más importantes para determinar el éxito empresarial a largo plazo. Reconocer esto puede resultar muy útil para el inversor a largo plazo.

Por ejemplo, lo que los inversionistas necesitaban comprender y atribuir suficiente peso para mantener las acciones de Colgate-Palmolive durante los últimos treinta años, y así disfrutar del aumento de cincuenta veces en el precio de las acciones, era la economía de los productos incrementales (a menudo referidos como "extensiones de línea", desde el primer gel de menta azul "Winterfresh" en 1981 hasta "Total Advanced Whitening" en la actualidad)

187

y la psicología de la publicidad. Otros elementos también eran importantes, la disciplina en el gasto de capital en particular, y había muchas otras cosas que parecían importantes en el camino (crisis del mercado de valores, crisis del país, crisis de gestión, etc.) pero fue el éxito y la economía de las extensiones de línea. y publicidad que, en nuestra opinión, era lo que el inversor a largo plazo realmente necesitaba adoptar. Se puede contar una historia similar en Nike y Coca-Cola (ahorros de fabricación canalizados hacia la publicidad dominante) o Wal-Mart y Costco (ahorros de escala compartidos con el cliente). Reconocer y sopesar correctamente esta información a pesar del último flujo de noticias es una cuestión de disciplina, y es esa disciplina la que se ve recompensada tan ricamente al final.

La simple y profunda realidad de muchas de nuestras empresas es la espiral virtuosa que se establece cuando las empresas mantienen bajos los costos, los márgenes bajos y, al hacerlo, comparten su creciente escala con sus clientes. A la larga, esto será más importante para determinar el destino de nuestras empresas que las distracciones del día. Jeff Bezos, fundador de Amazon, señaló lo siguiente en una entrevista reciente en la revista Wired:

*"Hay dos formas de construir una empresa exitosa. Una es trabajar muy, muy duro para convencer a los clientes de que paguen márgenes altos [el modelo Colgate, Nike, Coca-Cola al que se aludió anteriormente]. La otra es trabajar muy, muy duro para poder ofrecer a los clientes márgenes bajos [el modelo de Wal-Mart, Costco, AirAsia, Amazon, Asos]. Ambos trabajan. Estamos firmemente en el segundo campo. Es difícil, tienes que eliminar los defectos y ser muy eficiente. Pero también es un punto de vista. Preferimos tener una base de clientes muy grande y márgenes bajos que una base de clientes pequeña y márgenes más altos".*

Aunque Bezos no lo menciona, una de las razones por las que prefiere que Amazon sea una empresa grande con márgenes pequeños es que si comparte los beneficios de eficiencia que conlleva el crecimiento con sus clientes, convierte el tamaño, que con frecuencia es un ancla en el desempeño empresarial, en un activo. En otras palabras, el foso que rodea a la empresa se hace más profundo a medida que la empresa crece. Entonces, habiendo compartido los bajos costos con sus clientes, ¿cómo van las relaciones de nuestras empresas con sus clientes? Una forma de ver esto es el crecimiento de los ingresos. El crecimiento medio ponderado de los ingresos de las empresas de Nomad es actualmente superior al treinta por ciento anual. Nota: se trata de un crecimiento orgánico con, si acaso, caída de precios y sin adquisiciones en una época de austeridad y escaso crecimiento económico. Nos parece que la relación empresa-cliente es muy buena. Ese es el dinero en efectivo. ¿Y el

retiro? Manteniéndolo simple nuevamente: el rendimiento del capital en las empresas de Nomad es más del doble que el de las empresas competidoras.

### Los riesgos reales no son los de los periódicos

No es que el jardín siempre esté rosado. Hay muchas formas en que nuestras empresas pueden drenar los fosos que las rodean. Un ejemplo podría ser el fraude con tarjetas de crédito a gran escala después de la pérdida de información del cliente (tal vez, por ejemplo, después de que un empleado descuidado dejó una computadora portátil en un taxi). ¡Ay! Si la empresa negligente tomó a la ligera la situación, fingiendo que era una pequeña pérdida y que no se hizo ningún daño, entonces sería mejor que dijeran la verdad. Si se toma a la ligera una situación mucho más grave, tal como puede estar descubriendo News International hoy, se corre el riesgo de romper incluso un vínculo de confianza de larga data. Entonces, en nuestra opinión, no será el fraude en línea, per se, o, Dios no lo quiera, un accidente de avión en AirAsia, lo que podría arruinar nuestras empresas, sino una respuesta falsa a un problema.

Uno de los aspectos encantadores de la naturaleza humana es la capacidad de perdonar. Si, por ejemplo, en nuestra hipotética situación de fraude en línea, la empresa es sincera y sincera al explicar el problema,

188

aprende su lección, se recupera de las pérdidas y dice, pone veinte dólares en cada una de las cuentas de sus clientes, o les compra chocolates o rosas, entonces la relación a largo plazo con los clientes probablemente no se haya dañado demasiado y, si se hace correctamente, incluso puede haber sido mejorado. Cuando le preguntamos al fundador de AirAsia qué haría si su firma pusiera un avión en un pantano (!), Levantó ambas manos en un gesto de no tener nada que ocultar. Esa respuesta nos parece muy saludable.

De hecho, un mayor riesgo para nuestros negocios puede ser un subproducto del éxito, ya sea por valoraciones de burbujas en el mercado de valores y / o riesgo político en forma de presiones antimonopolio. Por ejemplo, a medida que el comercio minorista se mueve cada vez más en línea, ¿cuál es la probabilidad de un impuesto sobre el comercio minorista en línea? ¿O un impuesto minorista en línea superior al IVA o GST? Esto es una conjetura, por supuesto, pero lo mencionamos para ilustrar que los riesgos a largo plazo que enfrentan nuestras empresas no son los que dominan los periódicos y titulares de hoy (crisis crediticias, crisis inmobiliarias, crisis presupuestarias, crisis del euro, etc.), sino eventos que podrían evitar que alcancen su potencial. Son estos riesgos los que Zak y yo intentamos identificar y comprender.

### Flecha negra y contabilidad

Los inversores con ojos de águila pueden haber notado que Black Arrow Group plc, una empresa valorada en cero en la Asociación, ha declarado recientemente un dividendo de un centavo por acción. Un dividendo de un centavo de una tenencia sin valor significa que, en términos contables, ¡hemos creado dinero de la nada! Los alquimistas no eran tan buenos, entonces, ¿qué ha estado pasando? Black Arrow fue fundada y sigue siendo dirigida por los hermanos octogenarios Arnold, que poseen o controlan alrededor del ochenta y ocho por ciento de las acciones en circulación. Las acciones se retiraron de la lista de AIM (una bolsa de valores del Reino Unido) en febrero de 2010. En ese momento, el valor en libros se aproximaba a una libra por acción, aunque el último precio de la acción negociada fue de cincuenta y dos

peniques. No hay mercado para las acciones, y no hay perspectivas de un mercado para las acciones, ya que los hermanos no desean poseer más (lo hemos intentado), por lo que la inversión se ha valorado en cero en la Sociedad (con una pérdida de papel de alrededor de una décima parte del uno por ciento del valor liquidativo). Zak y yo sabemos que el negocio está en problemas, pero tampoco vale nada; luego, nuevamente, asignar un valor positivo sería tan arbitrario como tampoco podríamos darle efectivo por sus acciones, por lo que es cero. Casi todas las valoraciones son erróneas, de hecho, y en el caso de Black Arrow, aunque salió de la lista y en mal estado, la empresa ha continuado operando con el dividendo de un centavo resultante. Disfrútala mientras dure. Mantenemos la esperanza, pero no el optimismo, de que continúe la alquimia de los dividendos.

### Contadores

Nomad ha tenido los mismos contables durante once años. Como ocurre con muchas relaciones subcontratadas, la calidad del servicio tiende a disminuir con el paso del tiempo, incluso cuando el precio cobrado aumenta con los años. Al final, la situación se rompe y recientemente hemos nombrado a un socio principal en una nueva empresa de contabilidad por aproximadamente dos tercios del dinero que estábamos pagando por los servicios de la antigua empresa de contabilidad. Debe esperar que las cuentas de Nomad estén con usted a fines de marzo como de costumbre y, como hemos contratado al contador titular para las declaraciones de impuestos de EE. UU. Y el Reino Unido, estas también deberían funcionar con normalidad.

### Unas palabras sobre educación

Los lectores recordarán que hace unos años me involucré en una escuela fallida en el sureste de Londres. Los estándares académicos en la escuela se habían deslizado hasta el punto que el gobierno había recuperado el control de la escuela de manos de la autoridad educativa local y entregó su funcionamiento a

189

una fundación independiente. El nuevo estatus de la escuela como una "academia" ha permitido que se gobierne relativamente libre de restricciones y con el resultado de que, ahora en su cuarto año, la tasa de reprobación de exámenes del ochenta y cinco por ciento heredada, pronto se convertirá en un ochenta. -Tasa de aprobación del cinco por ciento. La inspección escolar del Reino Unido recientemente otorgó a la escuela una calificación de "sobresaliente". No creo que supieran qué hacer conmigo como gobernador, así que me pusieron a cargo del comité de finanzas (de nuevo mecanografiado). Desde este punto de vista, puedo ver que el cambio se ha logrado sin fondos adicionales: los ingresos de la escuela este año coinciden con los de su fallido predecesor. Puede ser tentador pensar que más dinero es la respuesta a los problemas, pero nos sorprende que no es el dinero que tienes, sino las decisiones que tomas, lo que cuenta.

### Mantenga sus ojos en el horizonte.

No es el momento más fácil para ser inversor en acciones. Los factores que han llevado a la devaluación de las acciones en relación con casi todas las demás posibilidades de inversión (tal vez con la excepción de la vivienda) tienen poco que ver con qué tan bien se han administrado las empresas. Sea como fuere, las empresas de Nomad son, en promedio, tan ventajosas en cuanto a costos en comparación con muchos de sus competidores que cuanto peor se pone para la economía, mejor se pone para nuestras empresas desde una posición

competitiva. El truco para ser un buen inversor, a largo plazo, es mantener su disciplina orientada a largo plazo. Bezos de nuevo:

*“Nuestra primera carta a los accionistas, en 1997, se tituló, “ Se trata de largo plazo ”. Si todo lo que hace debe funcionar en un horizonte temporal de tres años, entonces está compitiendo contra mucha gente. Pero si está dispuesto a invertir en un horizonte temporal de siete años, ahora está compitiendo contra una fracción de esas personas, porque muy pocas empresas están dispuestas a hacerlo. Con solo alargar el horizonte de tiempo, puede participar en esfuerzos que de otro modo nunca podría perseguir. En Amazon nos gusta que las cosas funcionen en cinco o siete años. Estamos dispuestos a plantar semillas, dejarlas crecer, y somos muy tercos. Decimos que somos tercos con la visión y flexibles con los detalles ”.*

La singularidad del ecosistema de Nomad es la coherencia del enfoque de sus participantes, desde el Sr. Bezos y la buena gente que dirige los otros negocios de Nomad, hasta Zak y yo y nuestros socios inversores. Todos estamos eligiendo a ver el mundo de la misma manera. Es muy sencillo y, por ser el camino menos transitado, también es muy valioso, pero no siempre es fácil. Por favor, nunca subestime la importancia de su papel en el ecosistema. Es por esa razón que nombramos a Nomad una Asociación, no un fondo.

Te deseamos un muy feliz año nuevo

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

#### Nuestras notas al pie

Hay, nos dicen, un quiosco de boletos en una estación de tren en algún lugar de la India con un letrero sobre la ventana que dice: " *Aquí no hay bambú* ". Es con el mismo espíritu que intentamos

estas palabras de advertencia. Las exenciones de responsabilidad se reducen a la siguiente declaración: si eliges creer algo de esto, entonces estás solo. ¡Ay! También será difícil para nosotros escapar de esta conclusión, y tiene poco sentido para nosotros hacer algo más que renunciar a la responsabilidad por errores, omisiones y no ofrecer garantías; por favor, revise todo lo que decimos, avísenos cuando nos equivoquemos y perdone. nuestros errores. Te prometemos esto: somos humanos, cometemos errores, pero nuestros errores son honestos. Aunque no pretendemos engañar, tampoco podemos garantizar la información contenida en estas cartas, o que algunas de nuestras ideas puedan ser interpretadas de formas que no pretendemos. Como inversores, estamos tratando de hacer el mejor trabajo posible y escribimos estas cartas de buena fe para informar y educar a los socios sobre nuestras acciones y pensamientos en el contexto de la Asociación. Esperamos que se lean con el mismo espíritu con el que están escritos.



El sentido común le dice que el precio y el valor de las acciones pueden variar enormemente y, aunque no pretendemos lograrlo, también reconocemos que es posible un deterioro permanente del capital. Nuestra Asociación se concentra en relativamente pocas inversiones, quizás más concentradas que muchas otras, y como tal, nuestros resultados serán más volátiles que muchos de nuestros pares. Nomad también es una asociación a muy largo plazo. No creemos que sea adecuado para inversores con plazos inferiores a cinco años. Tampoco creemos que Nomad sea adecuado para inversores en conflicto excesivo con cuestiones de principal-agente. Si se siente incómodo, sospechamos que Nomad no es para usted.

Nomad Investment Partnership ha tenido dos socios generales, Marathon Asset Management durante el período desde su inicio en 2001 hasta septiembre de 2006, y Sleep, Zakaria and Company desde septiembre de 2006 hasta la actualidad. Zak y yo hemos sido responsables de las decisiones de inversión de la Asociación desde el inicio, antes como empleados de Marathon y luego en nuestra propia firma, que se creó con el propósito de administrar Nomad. La aventura continúa ...

#### Algunas notas sobre la limpieza (¡mantente despierto en la parte de atrás!)

Esta es la carta anual y, combinada con la carta provisional enviada a los inversores en julio, es el formato principal que usamos para comunicarnos con nuestros socios. En estas cartas hemos tratado de proporcionar de manera honesta y completa toda la información que buscaríamos si se cambiaran las tornas y fuéramos inversores en el fondo de otra persona. Poseemos acciones durante períodos muy prolongados y somos conscientes de que la presentación de informes más frecuentes o detallados puede ser innecesaria e incluso contraproducente. Una copia de nuestra obra maestra, la Colección completa de cartas, está disponible a pedido de Amanda en Galactic HQ (amanda@sleepzakaria.co.uk). Se requiere mucho café. Los socios de Nomad también recibirán una copia completa de nuestro Programa de inversiones por correo separado, cada seis meses, que enumera todas nuestras inversiones en detalle. Además, en la primavera recibirá las cuentas anuales de Nomad, auditadas por nuestro nuevo contador Grant Thornton. Cada mes, el administrador de Nomad (¡no nosotros!) Le envía extractos de cuenta, Phoenix Financial Services en Dublín, Irlanda. Llame a Gavin Gray y su equipo (+353 18 45 8161) con sus consultas sobre el estado de cuenta. Al igual que los inversores estadounidenses sujetos a impuestos como Gavin y su equipo, también deben preparar sus certificados de impuestos (1099).

Los clientes siempre deben considerar que Zak y yo estamos disponibles al final del teléfono y que nuestra puerta de entrada (algo en mal estado) está abierta para los visitantes. Y aunque damos la bienvenida a su empresa, no se decepcione demasiado si no tenemos muchas novedades que decir: esperamos que ya esté en estas cartas.

#### Notas legales a pie de página

Los números de desempeño son producidos por Phoenix Fund Services, el administrador de Nomad, y han sido auditados por Ernst and Young hasta 2011, y desde entonces por Grant Thornton, en sus auditorías anuales que siguen a la publicación de nuestras cartas.

En nuestras cartas nos referimos tanto a los socios limitados de la Sociedad como a los accionistas comunes de Nomad Investment Company (fondo subordinado) como "socios". Hacemos esto para transmitir una relación que buscamos en la que nuestros inversores sean socios en una experiencia y un destino compartidos, en el que ellos también tengan algo que aportar. No

pretendemos sugerir que exista una asociación, en el sentido estricto y legal de la palabra, entre los accionistas del fondo alimentador y Nomad, o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizada y regulada por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA) (No. 451772). Este documento solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Esta comunicación se envía y está dirigida únicamente a: (a) personas fuera del Reino Unido; (b) profesionales de la inversión, según se definen en el Artículo 19 (5) de la Orden de 2005 de la Ley de Mercados y Servicios Financieros (Promoción Financiera) de 2005 (la "Orden"); o (c) compañías de alto patrimonio, asociaciones y sociedades no constituidas en sociedad y fideicomisarios de fideicomisos de alto valor como se describe en el Artículo 49 (2) (a) y (d) de la Orden, y otras personas a quienes de otra manera se les pueda comunicar legalmente, incluidos en el artículo 49 (1) de la Orden.

# Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall  
Londres  
Inglaterra  
SW3 3SR  
T: +44 (0) 20 7101 1960  
F: +44 (0) 20 7101 1965

## Asociación de inversión nómada

### Carta interina

Para el período terminado en junio 30 de <sup>xx</sup> de 2012.

Resultados acumulados a junio 30 de <sup>xx</sup> de 2012.

	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice</u>
		<u>(neto) US \$</u>
Seguimiento:		
Un año	-5,4%	-5,0%
Dos años	64,2	24,0
Tres años	126,8	36,6
Cuatro años	89,5	-3,7
Cinco años	55,0	-13,9
Seis años	100,7	6,8
Siete años	121,1	24,4
Ocho años	179,2	36,9
Nueve años	293,7	69,8
Diez años	384,2	65,6
Desde el inicio (septiembre 10 ° 2001)	455,2	56,5
Anualizado desde el inicio:		
Antes de comisiones por desempeño	17,2%	4,2%
Después de las comisiones por desempeño	15,1	
Valor de un dólar invertido al inicio (tarifas anticipadas) \$ 5,55		1,56 USD

Las cifras anteriores no están auditadas, se presentan sobre una base de ganancia porcentual acumulada y, como siempre, son antes de comisiones. Presentamos los resultados de esta manera, ya que la tarifa de rendimiento reembolsable de Nomad y el obstáculo de la tarifa de rendimiento dependiente del tiempo significan que los resultados netos de todas las tarifas variarán con la fecha de suscripción y de un inversor a otro. Por lo tanto, los socios tendrán su propia experiencia única, neta de tarifas, al invertir en Nomad. Como guía, también hemos detallado los resultados netos de todas las tarifas de un momento determinado, en este caso desde el inicio. Se utiliza un índice en la tabla para colocar nuestros resultados en contexto con una amplia gama de precios de acciones de todo el mundo. Una de las razones por las que Nomad es Nomad es que Zak y yo casi no dedicamos tiempo a pensar en índices bursátiles. No nos sentimos muy convencidos de los méritos, o no, de este índice en particular y animamos a los socios a emplear otro si lo consideran más apropiado. Cualquiera que sea el criterio, solo pedimos que Nomad se compare a muy largo plazo. A continuación, se presentan los mismos resultados previos al pago de tarifas en

incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, es probablemente la tabla superior la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

193

Resultados del año calendario:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice (neto) US \$</u>
2012 año hasta la fecha	23,3%	5,9%
2011	-9,9	-5,5
2010	43,9	11,8
2009	71,5	30,0
2008	-45,3	-40,7
2007	21,2	9,0
2006	13,6	20,1
2005	9,2	9,5
2004	22,1	14,7
2003	79,6	33,1
2002	1,3	-19,9
2001 (inicio Sept 10 ° 2001)	10.1	3.6

Dólar estadounidense invertido en Nomad el 10 de septiembre ° 2001, cuando Zak y yo comenzamos la gestión de la Asociación, se ha convertido en un valor de \$ 5,55 antes de comisiones, a 30 de junio, mientras que un dólar invertido en el mismo período en la proporción media, tal como se refleja en el índice anterior, valdría alrededor de \$ 1,56. Dicho de otra manera, el valor liquidativo (es decir, después de las comisiones) se ha compuesto en un 15,1% anual, mientras que el índice se ha mantenido en un 4,2%.

### Información como alimento

El naufrago de la edición del septuagésimo aniversario de Desert Island Discs de BBC Radio 4 fue el naturalista David Attenborough. Kirsty Young, el anfitrión, presentó a David Attenborough de la siguiente manera:

*Kirsty Young: “Ha visto más mundo que cualquier persona que haya vivido. La profundidad de su conocimiento y la amplitud de su entusiasmo han tenido un efecto fundamental en cómo vemos nuestro planeta. Desde sentarse a abrazar-asaltar con los gorilas de montaña de Ruanda, hasta describir las fragilidades del no volador Kakapo: las maravillas del mundo natural son su reserva. Su pasión se remonta a los días en que era un muchacho cuando andaba en bicicleta por la campiña de Leicestershire en busca de fósiles. Dice que no conoce ningún placer más profundo que la contemplación del mundo natural. David Attenborough, visitó los polos norte y sur, fue testigo de toda la vida en el medio, desde las copas de los*

*árboles de la selva tropical hasta las lombrices de tierra gigantes en Australia, debe ser cierto, ¿no es así ?, y es un pensamiento bastante asombroso, que ¿Has visto más del mundo que cualquier otra persona que haya vivido? "*

David Attenborough: *"Bueno ... supongo que sí ... pero, por otro lado, es bastante saludable recordar que quizás el más grande naturalista que jamás haya vivido y haya tenido más efecto en nuestro pensamiento que nadie, Charles Darwin, sólo pasó cuatro años viajando y el el resto del tiempo pensando "*

¡Oh!

La modestia de David Attenborough es deliciosa, pero observe también, por así decirlo, el modelo de comportamiento que observó en Charles Darwin: estudie intensamente, salga y piense de verdad. Está

194

Darwin, argumenta, quien ha contribuido más. En otras palabras, Attenborough está diciendo que la mente humana triunfa sobre la recopilación interminable de datos. Podríamos ser más específicos: la corteza frontal del cerebro, que está cargada con el pensamiento racional y el procesamiento de la información, puede dar más sentido al mundo, si se le da el tiempo suficiente para pensarlo, de lo que los sentidos mismos pueden dar sentido al mundo.

En el mundo actual, empapado de información, puede haber profesionales del mercado de valores que argumentarían que la recopilación constante de datos es el trabajo. De hecho, podría resultar tentador concluir que hoy en día hay tantos datos que recopilar y tantos cambios que observar que apenas tenemos tiempo para pensar. Algunos profesionales del mercado pueden incluso estar de acuerdo con John Kearon, director ejecutivo de Brainjuicer (una empresa de investigación de mercado), quien hace un punto serio, “ *pensamos mucho menos de lo que pensamos* ”, ¡así que no se engañe!

Mientras Zak y yo aplaudimos a John Kearon, intentamos adoptar el enfoque de Charles Darwin: restar importancia a la recopilación de datos y pensar. Cuando estudiamos negocios verdaderamente grandiosos, encontramos que muy a menudo han sido simples atributos humanos los que los han llevado al éxito: te sientes diferente al beber una Coca-Cola que una cola sin marca o, puedes sentirte diferente hacia un negocio que constantemente socava a la competencia. en precio o, un servicio de entrega que literalmente hace un esfuerzo adicional y recoge los artículos devueltos, y la razón por la que tiene estos sentimientos, y los estímulos que los producen, apenas han cambiado en milenios. Cuando tratamos de comprender los factores que hicieron que las grandes empresas fueran grandiosas, en nuestra opinión, hay mucho tiempo para pensar.

Por ejemplo, es interesante notar que el modelo de negocio que construyó el imperio Ford hace cien años y que se ilustra en el cuadro siguiente (con fecha de 1927), es el mismo que construyó Sam Walton's (Wal-Mart) en la década de 1970, Herb Kelleher's (Southwest Airlines) en la década de 1990 o Jeff Bezos's (Amazon.com) hoy. Y también construirá imperios en el futuro. La longevidad del modelo no es difícil de entender como señaló Jeff Bezos “ *No puedo imaginar que dentro de diez años los clientes vayan a decir: realmente amo Amazon, pero desearía que sus precios fueran un poco más altos* ” o Amazon era menos conveniente, o tenían menos selección.

Gráfico 1: Volúmenes de producción y costo (para el consumidor) de Ford Cars de 1908 a 1924.



Fuente: El informe original de 1927 del Instituto Franklin del Estado de Pensilvania para la Promoción de las Artes Mecánicas, recomendando “Mr. Henry Ford, de Detroit, Michigan ”por la Medalla Elliott Cresson del Instituto. La línea A ilustra los volúmenes de automóviles producidos, en este caso de cero a poco más de dos millones por año. La línea B describe la caída en el costo (probablemente para el consumidor) del Ford Modelo T de U \$ 950 a alrededor de U \$ 300. El eje x se refiere a los años civiles de 1908 a 1924.

Si bien los modelos comerciales básicos que conducen al éxito no cambian tanto y no hay muchos de ellos, todavía quedan todos esos datos con los que lidiar. Entonces, ¿cómo debemos pensar en la información?

El periodista y tecnólogo, JP Rangaswami, sostiene que la forma más útil de pensar sobre la información es la misma forma en que pensamos sobre la comida. Su analogía puede incluso tener algún fundamento científico. En la "Hipótesis del tejido caro", los antropólogos Leslie Aiello y Peter Wheeler afirman que para un tamaño corporal dado la tasa metabólica de un primate es relativamente estática, lo que difiere de un primate a otro es el equilibrio de los tejidos, sobre todo los tejidos que son costosos de operar. principalmente el sistema nervioso (incluido el cerebro) y el sistema digestivo. En el hombre tenemos estómagos pequeños y cerebros grandes, en los cerdos ocurre lo contrario. Si quieres un cerebro más grande, tienes que vivir con un intestino más pequeño y, por supuesto, el cerebro grande proporciona el poder de pensamiento para organizar el mundo de tal manera que no es necesario.

196

pastar constantemente.

Dejando la ciencia a un lado, la analogía de Rangaswami es maravillosamente provocativa: en el cultivo de alimentos hay cazadores recolectores que son libres de vagar o agricultores que levantan vallas para definir la propiedad; lo mismo ocurre con la información, ¿no es esto de lo que se trata la ley de patentes y derechos de autor? En la preparación de la comida podemos optar por la nutrición destilada (un filete de ternera, por ejemplo) o una mezcla heterogénea que permite la mezcla de nutrientes crudos; lo mismo ocurre cuando se nos presenta una conclusión o, en cambio, se solicitan los datos subyacentes.

Y luego están las diferencias, por ejemplo, la información no siempre tiene estándares de calidad similares a los de los alimentos. Hay poco o ningún etiquetado de la información presentada en televisión, por lo que la realidad y la ficción pueden fusionarse deliberadamente y dar lugar a “docudramas” y “mocumentarios”. En la literatura existe el mismo fenómeno y se ha popularizado tras el éxito de libros como “El código Da Vinci” de Dan Brown. Para evitar confusiones, una solución puede ser etiquetar la información por su contenido real, de la misma manera que etiquetamos los alimentos por su contenido de grasa.



¿Y qué hay de las implicaciones de consumir en exceso? Clay Shirky, el escritor y consultor de Internet, afirmó que " *no existe un animal como la sobrecarga de información, solo falla de filtro* ", lo que, usando la analogía de Rangaswami, implica que debemos pensar en dietas de datos y ejercicio de información para prevenir la acumulación de toxinas y enfermedades. . " *Cuando vi [el documental de Morgan Spurlock] 'Super-Size Me'*" bromeó Rangaswami en un discurso reciente " *Empecé a pensar, ¿qué pasaría ahora si una persona tuviera treinta y un días sin parar en Fox News?* " "¿Qué, de hecho?"

La información, como la comida, tiene una fecha de caducidad; después de todo, las ganancias del próximo trimestre no tienen valor después del próximo trimestre. Y es por eso que la información que más pesamos Zak y yo al pensar en una empresa es la que tiene la vida útil más larga, con la mayor ponderación para la información que es casi axiomática: es, en nuestra opinión, la información más valiosa. Sin duda, Charles Darwin estaría de acuerdo.

### Nuestra tarifa de gestión

La tarifa de gestión de reembolso de costos de Nomad (Zak y yo cubrimos los costos de funcionamiento de la operación cada mes y se nos reembolsa al comienzo del mes siguiente) tendrá una tasa de ejecución anual de menos de diez puntos básicos en un futuro próximo. Puede que no logremos este año, pero vamos en esa dirección. Nuestra tarifa de gestión fue una decisión filosófica para nosotros. Pensamos que al administrar la Alianza no teníamos valor agregado per se, por lo que la tarifa de administración debería cubrir los costos de la Alianza, pero no ser una fuente de ganancias. Un subproducto de esto es que a medida que la Asociación crece en tamaño, la tarifa de administración disminuye como un porcentaje de los activos, por lo que el dólar incremental aporta algo a la fiesta, por así decirlo. En los últimos seis años, la tarifa de administración ha caído de alrededor de cincuenta puntos básicos a cerca de diez, y con poca reducción de costos: los salarios de Zak y mi se han normalizado después de varios años de estar en el modo de puesta en marcha de retención familiar, viajamos todo lo que necesitamos, compramos los recursos de investigación que valoramos y el alquiler acaba de subir. El ahorro para nuestros socios, que son principalmente organizaciones benéficas y donaciones para causas benéficas, no es trivial: aproximadamente U \$ 15 millones por año en comparación con la tarifa de administración estándar de la industria del uno por ciento, o más de U \$ 30 millones por año en comparación con el estándar de los fondos de cobertura. Mencionamos esto para hacernos estallar la ilusión de que la gestión de inversiones es un bien de Giffen (uno en el que, paradójicamente, la demanda aumenta con el precio). De hecho, Zak y yo iríamos un paso más allá y diríamos que los incentivos (y las reglas) pueden

197

moralizar el comportamiento, y lo que la industria necesita más que nada, quizás, es un sentido del bien y del mal. Puede ser difícil separar el bien del mal cuando hay tanto dinero dando vueltas. Es un pensamiento polémico pero, si uno pudiera reducir las tarifas de administración en nuestro grupo de pares, ¿podría terminar mejorando el comportamiento agregado de la industria en el proceso!

### Limpieza interna

En marzo de este año, nos registramos como Asesor de Informes Exentos con la Comisión de Bolsa y Valores. También a principios de año, Martin Byrne, quien ha sido director independiente de Nomad desde su formación, anunció su semi-retiro y por lo tanto renunció

como director. Dado que la firma de Martin albergaba el domicilio social de la Asociación que también se ha trasladado (a:

1<sup>er</sup> piso, Landmark Square, 64 Cerrar la Tierra, PO Box 715, KY1-1107, Grand Cayman, Cayman Islands). Martin ha sido un excelente concejal a lo largo de los años y sabe que le deseamos lo mejor. Su reemplazo es Ralph Woodford, un caimán británico, ex administrador de fondos de Edinburgh Fund Managers y banquero privado de Coutts. Y, por supuesto, sabe que también le damos la bienvenida.

Por último, gracias por su paciencia y la confianza que implica la continuación de las suscripciones. La última vez que le escribimos anunciando la reapertura de Nomad fue en octubre de 2008, en el pozo del ciclo del mercado de valores y, con la excepción de algunos tipos resistentes que se suscribieron, ¡podría haber escuchado caer un alfiler! Teníamos esa experiencia en mente cuando decidimos reabrir en Año Nuevo, pero esta vez la demanda fue tal que en dos semanas tuvimos que cerrar nuevamente, ¡todo un contraste! A Zak y a mí no nos gusta ser abiertos, y estamos contentos con nuestro estado ermitaño, ocupándonos de nuestros propios asuntos y haciendo el trabajo. Nomad también es de tal tamaño que podemos arriesgarnos a acumular problemas para el futuro en caso de que crezcamos demasiado. No creemos que estemos navegando por esas aguas todavía, pero estamos atentos a las rocas, no obstante.

Como siempre, le agradecemos su amable enfoque.

Tuyo sinceramente

Nicholas Sleep

#### Nuestras notas al pie

Hay, nos dicen, un quiosco de boletos en una estación de tren en algún lugar de la India con un letrero sobre la ventana que dice: "*Aquí no hay bambú*". Es con el mismo espíritu que intentamos estas palabras de advertencia. Las exenciones de responsabilidad se reducen a la siguiente declaración: si eliges creer algo de esto, entonces estás solo. ¡Ay! También será difícil para nosotros escapar de esta conclusión, y tiene poco sentido para nosotros hacer algo más que renunciar a la responsabilidad por errores, omisiones y no ofrecer garantías; por favor, revise todo lo que decimos, avísenos cuando nos equivoquemos y perdone. nuestros errores. Te prometemos esto: somos humanos, cometemos errores, pero nuestros errores son honestos. Aunque no pretendemos engañar, tampoco podemos garantizar la información contenida en estas cartas, o que algunas de nuestras ideas puedan ser interpretadas de formas que no pretendemos. Como inversores, estamos tratando de hacer el mejor trabajo posible y escribimos estas cartas de buena fe para informar y educar a los socios sobre nuestras acciones y pensamientos en el contexto de la Asociación. Esperamos que se lean con el mismo espíritu con el que están escritos.

El sentido común le dice que el precio y el valor de las acciones pueden variar enormemente y, aunque no pretendemos lograrlo, también reconocemos que es posible un deterioro permanente del capital. Nuestra Asociación se concentra en relativamente pocas inversiones, quizás más concentradas que muchas otras, y como tal, nuestros resultados serán más volátiles que

muchos de nuestros compañeros. Nomad también es una asociación a muy largo plazo. No creemos que sea adecuado para inversiones con plazos inferiores a cinco años. Tampoco creemos que Nomad sea adecuado para inversores en conflicto excesivo con cuestiones de principal-agente. Si se siente incómodo, sospechamos que Nomad no es para usted.

Nomad Investment Partnership ha tenido dos socios generales, Marathon Asset Management durante el período desde su inicio en 2001 hasta septiembre de 2006, y Sleep, Zakaria and Company desde septiembre de 2006 hasta la actualidad. Zak y yo hemos sido responsables de las decisiones de inversión de la Asociación desde el inicio, antes como empleados de Marathon y luego en nuestra propia empresa, que se creó con el propósito de administrar Nomad. La aventura continúa ...

*Algunas notas sobre el servicio de limpieza (¡manténgase despierto en la parte de atrás!)*

Esta es la carta provisional y, combinada con la carta anual enviada a los inversores en enero, es el formato principal que usamos para comunicarnos con nuestros socios. En estas cartas hemos tratado de proporcionar de manera honesta y completa toda la información que buscaríamos si se cambiaran las cosas y fuéramos inversores en el fondo de otra persona. Poseemos acciones durante períodos muy prolongados y somos conscientes de que la presentación de informes más frecuentes o detallados puede ser innecesaria e incluso contraproducente. Una copia de nuestra obra maestra, la Colección completa de cartas, está disponible a pedido de Amanda en Galactic HQ (amanda@sleepzakaria.co.uk). Se requiere mucho café. Los socios de Nomad también recibirán una copia completa de nuestro Programa de inversiones por correo separado, cada seis meses, que enumera todas nuestras inversiones en detalle. Además, en la primavera recibirá las cuentas anuales de Nomad, auditadas por Grant Thornton. Cada mes, el administrador de Nomad (¡no nosotros!), Phoenix Financial Services en Dublín, Irlanda, le envía extractos de cuenta. Llame a Gavin Gray y su equipo (+353 18 450 8161) con sus consultas sobre el estado de cuenta. Al igual que los inversores estadounidenses sujetos a impuestos como Gavin y su equipo, también deben preparar sus certificados de impuestos (1099).

Los socios siempre deben considerar que Zak y yo estamos disponibles al final del teléfono y que nuestra (algo lamentable) puerta de entrada está abierta para los visitantes. Y aunque damos la bienvenida a su empresa, no se decepcione demasiado si no tenemos muchas novedades que decir: esperamos que ya esté en las cartas.

*Notas legales a pie de página*

Los números de desempeño son producidos por Phoenix Fund Services, el administrador de Nomad, y Grant Thornton los audita en su auditoría anual, que sigue a la publicación de nuestras cartas.

En nuestras cartas nos referimos tanto a los socios limitados de la Asociación como a los accionistas comunes de Nomad Investment Company (fondo subordinado) como "Socios". Hacemos esto para transmitir una relación que buscamos en la que nuestros inversores sean socios en una experiencia y un destino compartidos, en el que ellos también tengan algo que aportar. No pretendemos sugerir que exista una asociación, en el sentido estricto y legal de la palabra, entre los accionistas del fondo alimentador y Nomad, o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizada y regulada por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA) (No. 451772). Este documento solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Esta comunicación se envía y está dirigida únicamente a: (a) personas fuera del Reino Unido; (b) profesionales de la inversión, según se definen en el Artículo 19 (5) de la Orden de 2005 de la Ley de Mercados y Servicios Financieros (Promoción Financiera) de 2005 (la "Orden"); o (c) compañías de alto patrimonio, asociaciones y sociedades no constituidas en sociedad y fideicomisarios de fideicomisos de alto valor como se describe en el Artículo 49 (2) (a) y (d) de la Orden, y otras personas a quienes de otra manera se les pueda comunicar legalmente, incluidos en el artículo 49 (1) de la Orden.

Nomad Investment Partnership no es un esquema reconocido bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 ("FSMA"). Dada la naturaleza de la base de inversores de Nomad, el recurso a la FSA y al Plan de Compensación de Servicios Financieros puede

## Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall  
Londres  
Inglaterra  
SW3 3SR  
T: +44 (0) 20 7101 1960  
F: +44 (0) 20 7101 1965

### Asociación de inversión nómada

#### Carta anual

#### Los rendimientos acumulados para el período terminado en diciembre 31 de <sup>st</sup> 2012

A diciembre 31 de <sup>st</sup> , 2012:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice</u>
		<u>(neto) US \$</u>
	%	%
Seguimiento:		
Un año	39,8	15,8
Dos años	25,9	9,4
Tres años	81,2	22,3
Cuatro años	210,7	59,0
Cinco años	70,5	-5,7
Seis años	106,7	2,8
Siete años	134,8	23,5
Ocho años	156,7	35,2
Nueve años	214,2	55,1
Diez años	464,3	106,4
Once años	471,6	63,3
Desde el inicio (Septiembre 10 °, 2001)	529,4	71,3
Anualizado desde el inicio:	%	%
Antes de comisiones por desempeño	17,7	4,9
Después de las comisiones por desempeño	15,1	
Valor de un dólar invertido al inicio (tarifas anticipadas)	\$ 6.29	1,71 USD

Las cifras anteriores no están auditadas, se presentan sobre una base de ganancia porcentual acumulada y, como siempre, son antes de comisiones. Presentamos los resultados de esta manera, ya que la tarifa de rendimiento reembolsable de Nomad y el obstáculo de la tarifa de rendimiento dependiente del tiempo significan que los resultados netos de todas las tarifas variarán con la fecha de suscripción y de un inversor a otro. Por lo tanto, los socios tendrán su propia experiencia única, neta de tarifas, al invertir en Nomad. Como guía, también hemos detallado los resultados netos de todas las tarifas de un momento determinado, en este caso desde el inicio. Se utiliza un índice en la tabla para situar de manera burda nuestros resultados en contexto con una amplia franja de precios de las acciones de todo el mundo. Una de las razones por las que Nomad es Nomad es que Zak y yo casi no dedicamos tiempo a pensar en índices bursátiles. No nos sentimos muy convencidos de los méritos, o de otro tipo, de este índice en particular; de hecho, su inclusión continua aquí tiene más que ver con la coherencia que con la precisión, y

alentamos a los socios a emplear otro punto de referencia si creen que es más útil para ellos. Cualquiera que sea el criterio, solo pedimos que Nomad se compare a muy largo plazo. A continuación, se presentan los mismos resultados previos al pago de tarifas en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, es probablemente la tabla superior la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

200

A diciembre 31 de <sup>st</sup> :	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice</u>
Resultados del año calendario:	%	(neto) <u>EE . UU.PS</u> %
2012	39,8	15,8
2011	-9,9	-5,5
2010	43,9	11,8
2009	71,5	30,0
2008	-45,3	-40,7
2007	21,2	9,0
2006	13,6	20,1
2005	9,2	9,5
2004	22,1	14,7
2003	79,6	33,1
2002	1,3	-19,9
2001 (inicio 10 de <sup>septiembre</sup> )	10,1	3,6

Dólar estadounidense invertido en nómada, desde el inicio se ha convertido en un valor de \$ 4,93, después de comisiones, a partir de enero 1<sup>st</sup>, 2013, mientras que un dólar invertido en el mismo período en la proporción media, tal como se refleja en el índice anterior, sería un valor aproximado de \$ 1,71. Dicho de otra manera, el valor liquidativo (es decir, después de las comisiones) se ha compuesto al 15,1% anual, mientras que el índice se ha mantenido en el 4,9%.

*"¡No te limites a hacer algo, quédate ahí!"*

El conejo blanco, Alicia en el país de las maravillas.

Todo está tranquilo en Galactic HQ.

Todos los días, Zak y yo entramos, cambiamos zapatillas por zapatillas, levantamos una pila de informes anuales y nos dedicamos a analizar y volver a analizar nuestras inversiones. De manera rutinaria, tratamos de matar a nuestras empresas (¡pueden morir!), Y tamizamos posibles inversiones. Esta semana: una propiedad de oficina de Glasgow (en administración) - rendimiento corriente del 22%, no es broma; un gran minorista tailandés: las leyes de escala funcionan en Tailandia tal como lo hacen en Seattle; y una gran empresa farmacéutica (¡cuyo director ejecutivo no cree que valga la pena mencionar una adquisición multimillonaria un año después de su realización!). La investigación continúa pero, en lo

que respecta a las transacciones de compra o venta en Nomad, estamos inactivos. Inactivo excepto, quizás, por la observación, rara vez hecha, de que la decisión de no hacer algo sigue siendo una decisión activa; es solo que los contables no lo capturan. Tenemos, en general, los negocios que queremos en Nomad y vemos pocas ventajas en manipular el violín.

Y así debería ser. Si no compró las empresas que siempre ha deseado tener cuando estuvieron en liquidación durante los últimos años, entonces, ¿cuándo exactamente las va a comprar?

Los negocios de Nomad, para generalizar, están dirigidos por sus fundadores y los negocios están bendecidos con culturas que ven parte de su identidad en los bajos costos operativos: Costco Wholesale mide los costos en puntos básicos y en Amazon.com eliminan las bombillas de la venta. máquinas

201

para ahorrar dinero. En otro ámbito, el entrenador del equipo olímpico GB Cycling y jefe del Sky Tour de France (ahora señor) Dave Brailsford podría referirse a este tipo de comportamiento como buscar “*la suma de ganancias marginales*”. Así como conduce a medallas de oro y camisetas amarillas, su efecto es que AirAsia, por ejemplo, es la aerolínea de menor costo del mundo. Las cosas buenas siguen cuando te preocupas por los centavos.

Zak y yo hemos llegado a apreciar el valor de apartarnos un poco del interminable análisis de existencias. De vez en cuando, cambiamos zapatillas por zapatos y salimos al mundo con la expectativa de que lo que aprendamos a través de la inversión nos ayude en otras actividades fuera de la oficina, y lo que aprendamos haciendo otras actividades nos ayude como inversores. Tengo mi proyecto de reestructuración escolar, Zak tiene varios proyectos de caridad y, junto con miembros de su familia, ha creado un centro de actividades para niños. En esta carta pensé que podría describir algunas de estas actividades.

Cuando visitamos Carpetright, un minorista de alfombras del Reino Unido, hace unos años pasamos la mañana con su fundador, Lord Harris, hablando de su empresa y la industria. Lord Harris es un gran defensor de cuidar los centavos. Uno de los gerentes de su tienda nos dijo que su jefe se había resistido al costo de las nuevas etiquetas de precio cada vez que las tiendas tenían una oferta. Al principio, hizo que los gerentes de la tienda usaran ambos lados de las etiquetas de precios antiguas, al menos esto reduciría a la mitad el presupuesto de la etiqueta, pero el ahorro real provino de usar la misma tarjeta con números reemplazables y reutilizables. Puede parecer trivial, pero el ahorro ha sido de decenas de miles de libras. Lord Harris es un hombre rico y exitoso que no necesita trabajar y por eso, durante el almuerzo, le preguntamos qué lo motiva todavía, a la edad de 66 años, " Oh ", dijo "*deberías ver las academias*".

Cuando las escuelas fracasan en el Reino Unido, y la definición de reprobación es terriblemente bajos resultados de exámenes sostenidos a través de tres advertencias anuales, la supervisión de la escuela se quita de la autoridad educativa local y se entrega a un organismo independiente, en este caso la Federación de Lord Harris de Academias. Una vez dentro de la Federación, la escuela (ahora llamada academia) es libre de contratar un nuevo director, nuevos gobernadores y establecer sus propios contratos de trabajo. En el caso de la escuela en la que me involucré, las tres eran necesarias, y el resultado fue una rotación casi completa de personal y gobernadores. Es brutal, pero necesario, para cambiar la cultura. Atrás quedaron la protección, el empleo con altos salarios, la mentalidad de mirar el

reloj y la indiferencia hacia la educación de los alumnos, y en su lugar, los maestros reciben bonificaciones por asistencia y mejores resultados en los exámenes.

No es que haya mucho dinero para todos. La escuela no recibe los fondos adicionales que pueden venir con una ubicación en el centro de Londres (la escuela está justo al otro lado de la frontera y está clasificada, a diferencia de otras escuelas locales, como fuera de Londres), y el área de influencia no es lo suficientemente pobre como para justificar la ayuda. , pero tampoco es rico. El efecto es que la financiación por alumno es una de las más bajas del sur de Londres y, para poner la cifra en perspectiva, la financiación por niño es alrededor de un tercio de las tasas escolares pagadas por la educación privada en las escuelas diurnas cercanas de Londres. La comparación no es del todo manzanas con manzanas, ya que las escuelas privadas tienen que financiar sus propiedades, pero la forma en que la escuela funciona dentro de su presupuesto es extraordinaria. Se vigila cada centavo y los recursos se gastan en las cosas correctas, como recompensar las buenas prácticas de los maestros y financiar actividades extracurriculares. Es asombroso ver el resultado: después de cinco años

-y sin más fondos que la escuela predecesora, una tasa de reprobación de exámenes de alrededor del 85% se convertirá en un futuro cercano en una tasa de aprobación del 85% (¡dedos cruzados!). Es algo digno de presenciar.

El centro de actividades de la familia de Zak es una historia interesante. El centro está ubicado en un edificio de industria ligera y consta de estructuras de escalada y toboganes en un marco de red de tres pisos, un

202

restaurante para los padres y salas de entretenimiento independientes para fiestas de cumpleaños. Hay poca propiedad endémica sobre el negocio, los bienes raíces son relativamente baratos, los juegos de trepa se compran fácilmente y el servicio de catering es catering. La operación tiene costos fijos relativamente altos, lo que significa que los ingresos incrementales parecen desproporcionadamente valiosos y, por lo tanto, los centros suelen competir en precio con la esperanza de atraer clientes. El problema es el lado de la oferta, que periódicamente se sale de control, ya que un recién llegado esperanzado establece otra operación en la misma zona de captación.

En la gestión de una operación de este tipo resulta tentador pagar el salario mínimo. Sin embargo, después de un tiempo, la familia descubrió que la calidad del personal mejoraba notablemente si, como en Costco, pagaban un poco más. En lugar de emplear asistentes (de tienda) relativamente jóvenes y no calificados, el centro comenzó a atraer personas con experiencia en el trabajo con niños pequeños, como asistentes de guardería, que se preocupaban por los niños. El centro encuestó a los clientes para averiguar quién había tomado la decisión de visitar. Contrariamente a las expectativas, no fue el regaño de los niños lo que obligó a tomar una decisión, sino los padres que querían tener algo que hacer con (¡fuera!) Los niños. Lo que les importa a los padres es la limpieza, los accesorios nuevos y una taza de café decente, por lo que se gastó dinero en estos artículos, no en sorprender a los niños con el tobogán más nuevo. Las actividades tenían un precio elevado, pero el centro descubrió que los clientes respondían más a los precios relativos y, por lo tanto, las tarifas se mantuvieron justo por debajo de las de la competencia, en lugar de ser ruinosamente bajas.

Al final del primer año, el centro estaba funcionando con pérdidas, pero uno de los centros en competencia había cerrado. El año pasado, el negocio alcanzó el punto de equilibrio y,

recientemente, después de la desaparición de un segundo competidor (con deudas considerables y que, curiosamente, había sido administrado por manos contratadas y no por el propietario), los ingresos aumentaron en una cuarta parte y el centro de actividades ahora es obtener ganancias adecuadas.

Es tentador para los familiares de Zak pensar que la batalla ha sido ganada y, de acuerdo con muchos estudios de caso de escuelas de negocios, ahora subir suavemente los precios para ganar el alquiler de un monopolista. Sin embargo, el consejo de Zak a sus familiares es contrario a la intuición: bajen los precios (es un hombre difícil de tener en su tablero). El riesgo de una rentabilidad supernormal es que las ganancias son un incentivo para un nuevo competidor: mucho mejor, argumenta Zak, ganar menos, pero durante mucho más tiempo. Este es un consejo difícil para los miembros de la familia que han estado limpiando baños y aspirando pisos a las ocho de la noche, pero la lógica a largo plazo es innegable. Para su gran mérito, la familia está bajando un poco los precios una vez más.

El centro de actividades de la familia de Zak venció a la competencia porque entendieron la diferencia entre buenos costos (personal agradable, baños limpios, buen café) y malos costos (una nueva diapositiva fantástica) e invirtieron adecuadamente. Fueron lo suficientemente inteligentes como para sondear a los clientes y observar la influencia de los precios (no hubo necesidad de sobredescuentos). La operación se financió con capital propio y no incluyó a un tercero en la estructura de capital (deuda bancaria). Pero sobre todo fue manejado por el fundador y les importaba. Observar los centavos e invertir con cuidado ha llevado a la “*agregación de ganancias marginales*” y al éxito financiero, y como tal, tiene mucho en común con las inversiones que pueblan Nomad. Ha sido divertido para Zak y para mí practicar en el mundo real lo que predicamos sobre la inversión.

No es que lo hagamos bien todo el tiempo. El agente detrás de la propiedad de oficinas de Glasgow de alto rendimiento nos dijo que acababa de alquilar su primer edificio, veinticinco años después.

*“ El alquiler entonces era £ 4.26 por pie; nunca se iba a vender por un número redondo porque ambas partes se preocupaban por los centavos. Lo acabo de volver a alquilar por 42 libras el pie, un número redondo.*

203

*En estos días, solo se negocia con números redondos. A la gente ya no le importan los centavos, por eso nadie tiene dinero ”, nos dijo.*

Zak y yo pasamos todo nuestro tiempo pensando en buenas prácticas comerciales y admiramos mucho a las empresas que cuidan los centavos, pero nos miramos los zapatos cuando nos contaron esta historia: el alquiler en Galactic HQ es ... ejem ... susurraré esto ... una ronda número .

Aún nos queda mucho por aprender.

### Limpieza interna.

A principios de este mes, Phoenix Financial Services en Dublín, el administrador de Nomad, anunció que habían acordado una compra por parte de la gerencia del Grupo Phoenix. El CEO de Phoenix Dublin, Gavin Gray, y su equipo han hecho un trabajo de primer nivel para los socios de Nomad a lo largo de los años. Zak, yo y los directores independientes de



Nomad deseamos, de hecho, Gavin y su equipo merecen todo el éxito en el futuro. La transacción, que está sujeta a la aprobación regulatoria, hará que Nomad aumente de aproximadamente una cuarta parte de los ingresos del grupo a alrededor de las tres cuartas partes de los ingresos de la nueva firma (MBO). Gavin no quiere que siga siendo así y buscará hacer crecer su nueva empresa libre de las demandas de una empresa matriz (¿le suena familiar?). Zak y yo, y los directores independientes de Nomad, apoyamos la idea de que el administrador de Nomad sea administrado por el propietario (normalmente excelente para la calidad del servicio) y esperamos que el buen desempeño futuro de Nomad evite que nuestra participación proporcional del negocio de Gavin caiga demasiado rápido. No creo que sea una carrera justa, Gavin es un administrador demasiado bueno para permanecer pequeño por mucho tiempo. Les deseamos todo lo mejor.

Como siempre, gracias por su mano suave y tranquila en el timón. Es importante para Zak y para mí estar en un ecosistema que nos brinde la libertad mental para pensar racionalmente y evitar los escollos psicológicos que salpican la industria. No subestime el importante papel que desempeña en el mantenimiento de un ecosistema saludable.

Te deseamos un muy feliz año nuevo,

Nicholas Sleep

#### Nuestras notas al pie

Se nos dice que hay un quiosco de boletos en una estación de tren en algún lugar de la India con un letrero encima de la ventana que dice: “*Aquí no hay bambú*”. Es con el mismo espíritu que intentamos estas palabras de advertencia. Las exenciones de responsabilidad se reducen a la siguiente declaración: si eliges creer algo de esto, entonces estás solo. ¡Ay! También será difícil para nosotros escapar de esta conclusión, y tiene poco sentido para nosotros hacer algo más que renunciar a la responsabilidad por errores, omisiones y no ofrecer garantías; por favor, revise todo lo que decimos, avísenos cuando nos equivoquemos y perdone. nuestros errores. Te prometemos esto: somos humanos, cometemos errores, pero nuestros errores son honestos. Aunque no pretendemos engañar, tampoco podemos garantizar la información contenida en estas cartas, o que algunas de nuestras ideas puedan ser interpretadas de formas que no pretendemos. Como inversores, estamos tratando de hacer el mejor trabajo posible y escribimos estas cartas de buena fe para informar y educar a los socios sobre nuestras acciones y pensamientos en el contexto de la Asociación. Esperamos que se lean con el mismo espíritu con el que están escritos.

El sentido común le dice que el precio y el valor de las acciones pueden variar enormemente y, aunque no pretendemos lograrlo, también reconocemos que es posible un deterioro permanente del capital. Nuestra asociación se concentra en relativamente pocas inversiones, quizás más concentrada que muchas otras, y como tal, nuestros resultados serán más volátiles que

204

muchos de nuestros compañeros. Nomad también es una asociación a muy largo plazo. No creemos que sea adecuado para inversores con plazos inferiores a cinco años. Tampoco creemos que Nomad sea adecuado para inversores en conflicto excesivo con cuestiones de principal-agente. Si se siente incómodo, sospechamos que Nomad no es para usted.

Nomad Investment Partnership ha tenido dos socios generales: Marathon Asset Management durante el período desde su inicio en 2001 hasta septiembre de 2006, y Sleep, Zakaria and Company desde septiembre de 2006 hasta la actualidad. Zak y yo hemos sido responsables de las decisiones de inversión de la Asociación desde el inicio, antes como empleados de Marathon y luego en nuestra propia firma, que se creó con el propósito de administrar Nomad. La aventura continúa ...

Algunas notas sobre la limpieza (¡mantente despierto en la parte de atrás!)

Esta es la carta anual y, combinada con la carta provisional enviada a los inversores en julio, es el formato principal que usamos para comunicarnos con nuestros socios. En estas cartas hemos tratado de proporcionar de manera honesta y completa toda la información que buscaríamos si se cambiaran las tornas y fuéramos inversores en el fondo de otra persona. Somos propietarios de acciones durante períodos muy prolongados y somos conscientes de que la presentación de informes más frecuentes o detallados puede ser innecesaria e incluso contraproducente. Una copia de nuestra obra maestra, la Colección completa de cartas, está disponible a pedido de Amanda en Galactic HQ (amanda@sleepzakaria.co.uk). Se requiere mucho café. Los socios de Nomad también recibirán una copia completa de nuestro Programa de inversiones por correo separado, cada seis meses, que enumera todas nuestras inversiones en detalle. Además, en la primavera recibirá las cuentas anuales de Nomad, auditadas por Grant Thornton. Cada mes, el administrador de Nomad (¡no nosotros!) Le envía extractos de cuenta, Phoenix Financial Services en Dublín, Irlanda. Llame a Gavin Gray y su equipo (+353 18 450 8161) con sus consultas de declaración. Al igual que los inversores estadounidenses sujetos a impuestos como Gavin y su equipo, también deben preparar sus certificados de impuestos (1099).

Los clientes siempre deben considerar que Zak y yo estamos disponibles al final del teléfono, y que nuestra puerta de entrada (algo en mal estado) está abierta para los visitantes. Y aunque damos la bienvenida a su empresa, no se decepcione demasiado si no tenemos muchas novedades que decir: esperamos que ya esté en estas cartas.

#### *Notas legales a pie de página*

Los números de desempeño son producidos por Phoenix Fund Services, el administrador de Nomad, y han sido auditados por Ernst and Young hasta 2011, y desde entonces por Grant Thornton, en sus auditorías anuales que siguen a la publicación de nuestras cartas.

En nuestras cartas nos referimos tanto a los socios limitados de la Sociedad como a los accionistas comunes de Nomad Investment Company (fondo subordinado) como "socios". Hacemos esto para transmitir una relación que buscamos en la que nuestros inversores sean socios en una experiencia y un destino compartidos, en el que ellos también tengan algo que aportar. No pretendemos sugerir que exista una asociación, en el estricto sentido legal de la palabra, entre los accionistas del fondo alimentador y Nomad, o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.

Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizada y regulada por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA) (No. 451772). Este documento solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Esta comunicación se envía y está dirigida únicamente a: (a) personas fuera del Reino Unido; (b) profesionales de la inversión, según se definen en el Artículo 19 (5) de la Orden de 2005 de la Ley de Mercados y Servicios Financieros (Promoción Financiera) de 2005 (la "Orden"); o (c) compañías de alto patrimonio, asociaciones y sociedades no constituidas en sociedad y fideicomisarios de fideicomisos de alto valor como se describe en el Artículo 49 (2) (a) y (d) de la Orden, y otras personas a quienes de otra manera se les pueda comunicar legalmente, incluidos en el artículo 49 (1) de la Orden.

Nomad Investment Partnership no es un esquema reconocido bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 ("FSMA"). Dada la naturaleza de la base de inversores de Nomad, el recurso a la FSA y al Plan de compensación de servicios financieros puede ser limitado.

# Sueño, Zakaria and Company, Ltd.

1a, calle Burnsall  
Londres  
Inglaterra  
SW3 3SR  
T: +44 (0) 20 7101 1960  
F: +44 (0) 20 7101 1965

## Asociación de inversión nómada

### Carta interina

Para el período terminado en junio 30 de <sup>xx</sup> de 2013.

Resultados acumulados a junio 30 de <sup>xx</sup> de 2013.

	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice</u>
	<u>%</u>	<u>(neto) US \$</u>
Seguimiento:		
Un año	36,9	18,6
Dos años	29,4	12,7
Tres años	124,8	47,0
Cuatro años	210,5	62,1
Cinco años	159,4	14,3
Seis años	112,3	2,1
Siete años	174,8	26,1
Ocho años	202,7	47,5
Nueve años	282,2	62,3
Diez años	439,1	101,3
Once años	563,0	96,5
Desde el inicio (septiembre 10 ° 2001)	660,2	85,6
Anualizado desde el inicio:		
Antes de comisiones por desempeño	18,7	5,4
Después de las comisiones por desempeño	16,3	
Valor de un dólar invertido al inicio (tarifas anticipadas) \$ 7.60		\$ 1,86

Las cifras anteriores no están auditadas, se presentan sobre una base de ganancia porcentual acumulada y, como siempre, son antes de comisiones. Presentamos los resultados de esta manera, ya que la tarifa de rendimiento reembolsable de Nomad y el obstáculo de la tarifa de rendimiento dependiente del tiempo significan que los resultados netos de todas las tarifas variarán con la fecha de suscripción y de un inversor a otro. Por lo tanto, los socios tendrán su propia experiencia única, neta de tarifas, al invertir en Nomad. Como guía, también hemos detallado los resultados netos de todas las tarifas de un momento determinado, en este caso desde el inicio. Se utiliza un índice en la tabla para situar de manera burda nuestros resultados en contexto con una amplia franja de precios de las acciones de todo el mundo. Una de las razones por las que Nomad es Nomad es que Zak y yo casi no dedicamos tiempo a pensar en índices bursátiles. No nos sentimos muy convencidos de los méritos, o no, de este índice en particular, de hecho, su inclusión continua aquí puede tener más que ver con la continuidad que con la relevancia, y alentaríamos a los socios a emplear otro índice de referencia si creen que es más útil para ellos. . Cualquiera que sea el criterio, solo pedimos que Nomad se compare a muy largo plazo. A continuación, se presentan los mismos resultados previos al pago.

en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, es probablemente la tabla superior la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

Resultados del año calendario:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice (neto) US \$</u>
	<u>%</u>	<u>%</u>
2013 (El año hasta la fecha)	20,8	8.4
2012	39,8	15,8
2011	-9,9	-5,5
2010	43,9	11,8
2009	71,5	30,0
2008	-45,3	-40,7
2007	21,2	9.0
2006	13,6	20,1
2005	9.2	9.5
2004	22,1	14,7
2003	79,6	33,1
2002	1.3	-19,9
2001 (inicio Sept 10 ° 2001)	10.1	3.6

La rentabilidad anualizada (es decir, antes de comisiones) de una inversión realizada en Nomad el 10 de septiembre ° 2001, cuando Zak y empecé la gestión de la Asociación, ha sido un 18,7% anual, a partir de junio

30 ° este año, mientras que la proporción media, como se refleja en el índice anterior, habría visto un retorno en el mismo período de alrededor de 5.4% por año. Esta ventaja anual del trece por ciento aproximadamente, multiplicada durante muchos años, significa que un dólar invertido en Nomad hasta el final ha crecido hasta tener un valor de \$ 7.60, mientras que un dólar invertido en el índice durante el mismo período ahora valdría alrededor de \$ 1.86 . Dicho de una manera ligeramente diferente, y en términos de valor liquidativo (es decir, después de las comisiones), Nomad se ha compuesto al 16,3% anual, mientras que el índice ha gestionado el 5,4% .

### Una visión diferente de los incentivos.

¿Cuándo es el seis por ciento, no el seis por ciento? ¿Pegado? ¿Podemos sugerir una respuesta: cuándo es el obstáculo de la tarifa de rendimiento de Nomad? Eso también levantó una ceja aquí, sobre todo porque el obstáculo siempre es más del seis por ciento, ¡a veces mucho más del seis por ciento! Quizás debería explicarlo.

Zak y yo nos sentamos hace unos diez años, con una copa de Chardonnay al atardecer en un bar de un hotel de California, y escribimos a lápiz las tarifas de Nomad en una hoja de papel de repuesto. No tardó mucho. Nos concentramos en el enfoque filosófico correcto de los incentivos, por lo que el trabajo fue fácil: la tarifa de administración no debería ser un centro de ganancias ya que no creamos valor a través de la administración de la Asociación per se (de ahí nuestra tarifa de administración de reembolso de costos de equilibrio); la comisión

de rendimiento debería respetar la noción del costo de oportunidad del capital (y los bonos largos habían sido del seis por ciento aproximadamente); y si tuviéramos acciones durante períodos prolongados, las comisiones de rendimiento también deberían estar en riesgo durante un período prolongado. Listo, ahora ¿adónde fue el camarero?

No nos detuvimos demasiado en las atroces y complicadas implicaciones prácticas de la contabilidad y la administración del acuerdo, ni previmos la necesidad de un nuevo administrador, un nuevo director asociado con el administrador, enormes honorarios legales y ese obstáculo del seis por ciento.

207

casi nunca es del seis por ciento. Bueno, los mejores planes, etc.... La razón por la que el seis por ciento no es

el seis por ciento es doble: una pérdida vinculada del diez por ciento y una ganancia del diez por ciento no son matemáticamente equivalentes (duh), y la reserva de la comisión de rendimiento de Nomad se invierte en acciones de Nomad y, por lo tanto, está condenada, en efecto, a comprar caro (acumular) y vender bajo (reembolsar). Zak se ha propuesto la tarea de encontrar un caso en el que el obstáculo del seis por ciento podría ser inferior al seis por ciento. Puede que tarde algún tiempo.

Si nos hubieran señalado nuestra ingenuidad en esa tarde soleada, hubiéramos reconocido los problemas, pero no creo que hubiéramos cambiado nada. No es muy importante para nosotros que un obstáculo del seis por ciento haya estado muy por encima del diez por ciento en el pasado reciente, y ciertamente nunca haríamos nada para reducirlo. Vale la pena explicar nuestro enfoque un poco poco convencional de recibir un pago, por lo que en esta carta trataré de describir nuestra actitud hacia las recompensas financieras que pueden surgir con el funcionamiento de la Asociación.

Hemos escrito bastante sobre el poder de los incentivos financieros a lo largo de los años, y más recientemente, hasta qué punto los incentivos (y las reglas) pueden desmoralizar el comportamiento. Podría describir la causa de la crisis financiera en estos términos. Y aunque la sabiduría convencional, en nuestra opinión, ha establecido con bastante acierto un vínculo pavloviano entre los incentivos financieros y el comportamiento, el dinero no es la única razón por la que la gente se comporta como lo hace. Aquellos encargados de establecer arreglos de compensación tal vez deseen primero preguntarse, ¿por qué la gente escala montañas? Después de todo, no es por las recompensas económicas, hay más en la vida que eso.

El autor, profesor y fundador de "The Institute for Advanced Hindsight", Dan Ariely, ha estudiado el poder de los incentivos no monetarios. En una charla reciente (TED, Buenos Aires, Argentina, octubre de 2012) describió cómo los primeros experimentos académicos que analizaron la motivación intentaron registrar el efecto de quitar el significado del trabajo. Esto lo hicieron pidiendo a las personas que construyeran modelos de robots a partir de bloques tipo Lego a cambio de una tarifa nominal. La tarifa se redujo para cada robot sucesivo construido hasta que el constructor ya no deseaba participar. Para un grupo (el grupo de "recompensas"), los robots terminados se colocaron cuidadosamente en un estante para que todos los vieran.

Para el otro grupo (los "Sisyphians"<sup>1</sup>), los robots terminados se dividieron frente al constructor y las partes se devolvieron con la invitación para construir el próximo robot

(nuevamente por una tarifa más baja). Los investigadores encontraron que los Sisyphians construyeron menos robots y, por lo tanto, se detuvieron a un precio mucho más alto que el grupo de recompensas. En general, esto era lo esperado. Lo que no habían anticipado fue la magnitud de la diferencia, ya que el grupo de recompensas produjo más de un cincuenta por ciento más de robots y por un precio mucho menor en comparación con los Sisyphians. Los investigadores concluyeron que la destrucción de sus modelos les quitó algo del significado que los sísifo veían en su trabajo, y que la falta de significado no se compensaba con el pago. Por otro lado, el grupo de recompensas no veía su papel como inútil y estaba más feliz haciendo modelos a pesar de que la paga era mucho menor.

En la década de 1940, las empresas de alimentos comenzaron a fabricar un nuevo producto, la mezcla para pasteles en polvo, que se comercializó como una innovación que ahorraba tiempo, ya que la mezcla solo requería la adición de agua antes de hornear. Para gran sorpresa del especialista en marketing, ¡las ventas fueron terribles! Había que hacer algo y así, casi a modo de experimento, se lanzó un nuevo producto que requería que el cocinero agregara huevos frescos, leche y azúcar y aunque tardó más en hacer, paradójicamente, ventas.

<sup>1</sup> En el mito griego, los dioses le encargaron a Sísifo que hiciera rodar una piedra hasta la cima de una colina. Cada vez que alcanzaba

la parte superior, la roca rodó hasta el fondo y Sísifo tuvo que empezar de nuevo. Como castigo por el engaño, Sísifo tuvo que repetir la tarea para siempre.

¡mejorado! Cualquiera que haya trabajado en el montaje de muebles de Ikea puede entender por qué. Para el constructor de muebles de paquete plano o el panadero de pasteles, el valor percibido del producto final está influenciado por la aportación de los propios esfuerzos del consumidor. Al hacer algún trabajo ellos mismos, el constructor, o el cocinero, le da un poco de significado, tal vez incluso un poco de amor, al producto.

Ariely quedó tan impresionado con esta observación que desarrolló un experimento adicional. A un grupo se le asignó la tarea de construir un modelo de origami complicado y se les dio instrucciones sobre cómo hacerlo. Cuando el grupo terminó, el investigador se llevó el modelo y preguntó a los constructores cuánto estarían dispuestos a pagarle al investigador para mantener su modelo. Un segundo grupo, Ariely, se encargó de construir un modelo de origami, esta vez sin instrucciones, y cuando terminaron, les hizo la misma pregunta: ¿cuánto pagarían por mantener su modelo? Los hallazgos fueron interesantes: ambos grupos estaban dispuestos a pagar mucho más que el precio de mercado por los modelos de origami contruidos por profesionales, a pesar de que sus propios modelos eran inferiores. Además, aquellos que habían trabajado sin instrucción (¡y habían construido el peor origami!) Estaban dispuestos a pagar más para que les devolvieran sus modelos. En otras palabras, la relación normal entre precio y calidad había sido invertida por el valor que se asignaba al propio trabajo.

En el pensamiento capitalista tradicional, conjeturó Ariely, tendemos a tener en mente a Adam Smith y las ganancias de subdividir la fabricación de alfileres en doce pasos distintos. La eficiencia incorporada en este enfoque ganó el día a las preocupaciones de Karl Marx sobre el distanciamiento que sentían los trabajadores de convertirse en un engranaje anónimo en un proceso más amplio. El debate entonces, y desde entonces, ha sido la batalla entre la eficiencia y el significado.

Los mejores emprendedores que conocemos no se preocupan particularmente por los términos de sus paquetes de compensación, y algunos, como Jeff Bezos (Amazon) y Warren Buffett (Berkshire Hathaway) han renunciado sustancial y permanentemente a sus salarios, bonificaciones o paquetes de opciones. Supondríamos que los fundadores de las empresas en las que Nomad ha invertido no están particularmente motivados por el dólar incremental de la riqueza personal. Cuando le preguntamos a Nick Robertson, el fundador de Asos, cuyo valor neto en papel ha aumentado enormemente desde que lo conocemos, si, ahora que es un hombre rico, tiene pensamientos de irse, su rostro se ilumina con las posibilidades futuras de su firma. y dice que ahora se está divirtiendo más que nunca. En este aspecto de su vida, ha pasado de las recompensas monetarias que impulsan su comportamiento, y estamos seguros de que el negocio será mejor por ello.

Lo mismo probablemente sea cierto para Jim Sinegal antes de su jubilación (Costco), Lord Harris (Carpentry) y algunos de los otros fundadores de las empresas en las que Nomad ha invertido. Estas personas obtienen significado del desafío, la identidad, la creatividad, el espíritu (esta lista no es exhaustiva) de su trabajo, y no de los paquetes de incentivos que sus comités de compensación han diseñado para ellos. El punto es que los incentivos financieros pueden ser necesarios, pero también pueden no ser suficientes por sí mismos para sacar lo mejor de las personas. A su manera, esta es la razón por la que Zak y yo estamos bastante relajados acerca de que el seis por ciento no es el seis por ciento. En primer lugar, era un número arbitrario, y obtenemos un gran valor del significado del trabajo que hacemos (desafío, sentido del trabajo bien hecho, identidad, creatividad, etc.) no solo de las recompensas financieras (aunque ¡Aprenderemos a vivir con ellos también!). Al tener una actitud que es algo independiente de las recompensas financieras, estamos seguros de que el desempeño de Nomad a largo plazo también será mucho mejor.

209

### La inactividad como fuente de valor agregado.

La inacción de nuestra cartera continúa y estamos encantados de informar que las transacciones de compra y venta prácticamente se han paralizado. ¡Nuestra expectativa es que esta sea una fuente considerable de valor agregado! En el momento de nuestras inversiones iniciales en las empresas participadas de Nomad, las empresas tenían, en promedio, alrededor de quince años. Saquemos a los dos abuelos (Berkshire Hathaway y Costco) y el promedio cae a doce años. Es difícil saber cómo se compara esto con las empresas en general (¿cuál es la edad promedio de una empresa que cotiza en bolsa?), Pero sí sabemos que el tiempo promedio en que las acciones constituyentes del S & P500 se han incluido en ese índice es de veinticinco años. Se podría estimar que esas firmas podrían haber tenido, digamos, veinte años en la inclusión. En cualquier caso, la estadística ayuda a ilustrar cuán jóvenes son las empresas de Nomad. La pista que tenemos por delante para nuestras empresas puede ser muy larga. La acción de nuestra parte es contracultural y deliberada, y es más fácil decirlo que hacerlo. En realidad. Para aquellos que están acostumbrados a un nivel de actividad comercial más estándar de la industria, esperamos actualizarlos en tiempo real sobre nuestro nivel de inacción a través de nuestra “Aplicación Nomad Inactivity” planificada, disponible solo en la aplicación Amazon. tienda, por supuesto. Como dice el vicepresidente de Berkshire Hathaway, Charlie Munger, ¡usted gana dinero real con sus activos!

Como siempre, le agradecemos su amable enfoque.

Tuyo sinceramente,

Nicholas Sleep

#### Nuestras notas al pie

Hay, nos dicen, un quiosco de boletos en una estación de tren en algún lugar de la India con un letrero sobre la ventana que dice: "*Aquí no hay bambú*". Es con el mismo espíritu que intentamos estas palabras de advertencia. Las exenciones de responsabilidad se reducen a la siguiente declaración: si eliges creer algo de esto, entonces estás solo. ¡Ay! También será difícil para nosotros escapar de esta conclusión, y tiene poco sentido para nosotros hacer algo más que renunciar a la responsabilidad por errores, omisiones y no ofrecer garantías; por favor, revise todo lo que decimos, avísenos cuando nos equivoquemos y perdone. nuestros errores. Te prometemos esto: somos humanos, cometemos errores, pero nuestros errores son honestos. Aunque no pretendemos engañar, tampoco podemos garantizar la información contenida en estas cartas, o que algunas de nuestras ideas puedan ser interpretadas de formas que no pretendemos. Como inversores, estamos tratando de hacer el mejor trabajo posible y escribimos estas cartas de buena fe para informar y educar a los socios sobre nuestras acciones y pensamientos en el contexto de la Asociación. Esperamos que se lean con el mismo espíritu con el que están escritos.

El sentido común le dice que el precio y el valor de las acciones pueden variar enormemente y, aunque no pretendemos lograrlo, también reconocemos que es posible un deterioro permanente del capital. Nuestra Asociación se concentra en relativamente pocas inversiones, quizás más concentradas que muchas otras, y como tal, nuestros resultados serán más volátiles que muchos de nuestros pares. Nomad también es una asociación a muy largo plazo. No creemos que sea adecuado para inversores con plazos inferiores a cinco años. Tampoco creemos que Nomad sea adecuado para inversores en conflicto excesivo con cuestiones de principal-agente. Si se siente incómodo, sospechamos que Nomad no es para usted.

Nomad Investment Partnership ha tenido dos socios generales: Marathon Asset Management durante el período desde su inicio en 2001 hasta septiembre de 2006, y Sleep, Zakaria and Company desde septiembre de 2006 hasta la actualidad. Zak y yo hemos sido responsables de las decisiones de inversión de la Asociación desde el inicio, antes como empleados de Marathon y luego en nuestra propia firma, que se creó con el propósito de administrar Nomad. La aventura continúa ...

210

#### Algunas notas sobre la limpieza (¡mantente despierto en la parte de atrás!)

Esta es la carta provisional y, combinada con la carta anual enviada a los inversores en enero, es el formato principal que usamos para comunicarnos con nuestros socios. En estas cartas hemos tratado de proporcionar de manera honesta y completa toda la información que buscaríamos si se cambiaran las tornas y fuéramos inversores en el fondo de otra persona. Poseemos acciones durante períodos muy prolongados y somos conscientes de que la presentación de informes más frecuentes o detallados puede ser innecesaria e incluso contraproducente. Una copia de nuestra obra maestra, la Colección completa de cartas, está disponible a pedido de Amanda en Galactic HQ (amanda@sleepzakaria.co.uk). Se requiere mucho café. Los socios de Nomad también recibirán una copia completa de nuestro Programa de inversiones por correo separado, cada seis meses, que enumera todas nuestras inversiones en detalle. Además, en la primavera recibirá las cuentas anuales de Nomad, auditadas por Grant Thornton. Cada mes, el administrador de Nomad (¡no nosotros!) Le envía extractos de cuenta, Phoenix Financial Services en Dublín, Irlanda. Llame a Gavin Gray y su equipo (+353 18 450 8161) con sus consultas sobre el estado de cuenta. Al igual que los inversores estadounidenses sujetos a impuestos como Gavin y su equipo, también deben preparar sus certificados de impuestos (1099).



Los clientes siempre deben considerar que Zak y yo estamos disponibles al final del teléfono, y que nuestra puerta de entrada (algo en mal estado) está abierta para los visitantes. Y aunque damos la bienvenida a su empresa, no se decepcione demasiado si no tenemos muchas novedades que decir: esperamos que ya esté en estas cartas.

Notas legales a pie de página

*Los números de desempeño son producidos por Phoenix Fund Services, el administrador de Nomad, y han sido auditados por Ernst and Young hasta 2011, y desde entonces por Grant Thornton en sus auditorías anuales que siguen a la publicación de nuestras cartas.*

*En nuestras cartas nos referimos tanto a los socios limitados de la Sociedad como a los accionistas comunes de Nomad Investment Company (fondo subordinado) como "socios". Hacemos esto para transmitir una relación que buscamos en la que nuestros inversores sean socios en una experiencia y un destino compartidos, en el que ellos también tengan algo que aportar. No pretendemos sugerir que exista una asociación, en el estricto sentido legal de la palabra, entre los accionistas del fondo alimentador y Nomad, o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.*

*Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizado y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) (No. 451772). Este documento solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Esta comunicación se envía y está dirigida únicamente a: (a) personas fuera del Reino Unido; (b) profesionales de la inversión, según se definen en el Artículo 19 (5) de la Orden de 2005 de la Ley de Mercados y Servicios Financieros (Promoción Financiera) de 2005 (la "Orden"); o (c) sociedades de alto patrimonio, asociaciones no constituidas en sociedad y sociedades y fideicomisarios valoran fideicomisos como se describe en el Artículo 49 (2) (a) y (d) de la Orden, y otras personas a quienes de otro modo se les pueda comunicar legalmente, dentro de Artículo 49 (1) de la Orden.*

*Nomad Investment Partnership no es un esquema reconocido bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 ("FSMA"). Dada la naturaleza de la base de inversores de Nomad, el recurso a la FCA y al Plan de compensación de servicios financieros puede ser limitado.*

Londres  
 Inglaterra  
 SW3 3SR  
 T: +44 (0) 20 7101 1960  
 F: +44 (0) 20 7101 1965

## Asociación de inversión nómada

### Carta anual

#### Los rendimientos acumulados para el período terminado en diciembre 31 de <sup>st</sup>, 2013

A diciembre 31 de <sup>st</sup> , 2013:	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice</u>
		<u>(neto) US \$</u>
Seguimiento:	%	%
Un año	62,2	26,7
Dos años	126,8	46,7
Tres años	104,3	38,6
Cuatro años	194,0	54,9
Cinco años	404,1	101,3
Seis años	176,6	19,4
Siete años	235,3	30,2
Ocho años	280,9	56,3
Nueve años	316,5	71,1
Diez años	409,8	96,3
Once años	815,5	161,3
Doce años	827,4	109,3
Desde el inicio (Septiembre 10 °, 2001)	921,1	116,9
Anualizado desde el inicio:	%	%
Antes de comisiones por desempeño	20,8	6,5
Después de las comisiones por desempeño	18,4	
Valor de un dólar invertido al inicio (tarifas anticipadas)	\$ 10.21	2,17 USD

Las cifras anteriores no están auditadas, se presentan sobre una base de ganancia porcentual acumulada y, como siempre, son antes de comisiones. Presentamos los resultados de esta manera, ya que la tarifa de rendimiento reembolsable de Nomad y el obstáculo de la tarifa de rendimiento dependiente del tiempo significan que los resultados netos de todas las tarifas variarán con la fecha de suscripción y de un inversor a otro. Por lo tanto, los socios tendrán su propia experiencia única, neta de tarifas, al invertir en Nomad. Como guía, también hemos detallado los resultados netos de todas las tarifas de un momento determinado, en este caso desde el inicio. Se utiliza un índice en la tabla para situar de manera burda nuestros resultados en contexto con una amplia franja de precios de las acciones de todo el mundo. Una de las razones por las que Nomad es Nomad es que Zak y yo gastamos

tener más que ver con la continuidad que con la relevancia, y alentaríamos a los socios a emplear otro índice de referencia si creen que es más útil para ellos. . Cualquiera que sea el criterio, solo pedimos que Nomad se compare a muy largo plazo. A continuación, se presentan los mismos resultados previos al pago de tarifas en incrementos anuales discretos. En nuestra opinión, es probablemente la tabla superior la más útil para evaluar el rendimiento de las inversiones a largo plazo.

A diciembre 31 de <sup>st</sup> :	<u>Inversión nómada</u>	<u>Mundo MSCI</u>
	<u>Camaradería</u>	<u>Índice</u>
	<u>%</u>	<u>(neto) US \$</u>
Resultados del año calendario:	%	%
2013	62,2	26,7
2012	39,8	15,8
2011	-9,9	-5,5
2010	43,9	11,8
2009	71,5	30,0
2008	-45,3	-40,7
2007	21,2	9,0
2006	13,6	20,1
2005	9,2	9,5
2004	22,1	14,7
2003	79,6	33,1
2002	1,3	-19,9
2001 (inicio 10 de <sup>septiembre</sup> )	10,1	3,6

La rentabilidad anualizada (es decir, antes de comisiones) de una inversión realizada en Nomad el 10 de septiembre °2001, cuando Zak y yo comenzamos la gestión de la Asociación, ha sido poco más de un veinte por ciento por año, a partir del 1 de enero de este año, mientras que la cuota promedio, como se refleja en el índice anterior, habría tenido un rendimiento durante el mismo período de alrededor del seis y medio por ciento anual. Esta ventaja anual del catorce por ciento aproximadamente, multiplicada durante muchos años, significa que un dólar invertido en Nomad hasta el final ha crecido hasta tener un valor de poco más de diez dólares, mientras que un dólar invertido en el índice durante el mismo período ahora sería vale un poco más de dos dólares. Dicho de una manera ligeramente diferente, y en términos de valor liquidativo (es decir, después de las comisiones), Nomad se ha compuesto a más del dieciocho por ciento anual, mientras que el índice ha logrado un seis y medio por ciento anual.

A todo el mundo le parece que la actuación detallada arriba ha sido creada por Zak y yo. Ese no es el caso. En el sentido de que podríamos haber elegido diferentes valores y el rendimiento fue deficiente, evitamos un resultado peor. Ese argumento corre al revés

también: el rendimiento siempre podría haber sido mejor. Aun así, en conjunto, la función de gestión de fondos, igualada en todas las experiencias de los accionistas, no aporta valor.

per se: solo baraja la riqueza creada en otros lugares. A medida que pasa el tiempo, el rendimiento que reciben, como socios de Nomad, es la capitalización del éxito de las empresas en las que hemos invertido (¡menos nuestras comisiones!). Para ser precisos, la riqueza que reciben como socios proviene de la relación que los empleados de nuestras empresas (que utilizan la empresa como conducto) tienen con sus clientes. Esta relación es la fuente de riqueza agregada creada en el capitalismo. Si los ve en el bar, cómprele una bebida a los señores Bezos, Robertson, Fernandes, Sinegal, Buffett, Steiner y otros (entonces llámenos, ¡sería un buen bar!). Todo lo que Zak y yo hemos hecho es coger mejores olas e intentar llevarlas hasta la

orilla. Montar olas no es una actividad costosa y la tarifa de gestión de Nomad (reembolso de costos) sigue siendo de alrededor de diez puntos básicos

anualmente.

Esta es la vigésimo quinta carta a los inversores durante catorce años naturales. En estas cartas hemos tratado de cubrir la filosofía y metodología que Zak y yo utilizamos para abordar el problema de la inversión. Mantenemos nuestras discusiones al nivel más alto que podamos, con la convicción de que, a la larga, lo único que importa es el alto nivel. En estas cartas, por lo tanto, hemos discutido modelos de negocios, compensación de incentivos, asignación de capital, errores, más errores, aún más errores, mucho sobre psicología y cómo pensar, mucho sobre actitud, etc. Si bien solo podemos escribir dos veces al año, poseemos acciones durante períodos tan largos (si la tasa actual de actividad de la cartera persiste) que escribimos alrededor de veinte letras durante la vida de la inversión promedio, ¡eso es una cantidad enorme! En cartas anteriores también hemos hablado de las trampas psicológicas inherentes a un enfoque más locuaz (¡he estado ahí, he hecho eso, no quiero volver a hacerlo!). En esencia, invertir es simple, y hacer que parezca todo lo contrario, con el reparto frecuente de hechos y puntos de datos de corta duración, puede ser una presunción. De hecho, se podría argumentar que un comentario continuo ofusca una discusión sobre las cosas que realmente importan. Si bien ya hemos cubierto muchos de los temas relevantes para la inversión a largo plazo en estas cartas, hay un tema que no hemos discutido demasiado y que ahora afecta a la Asociación de manera significativa. Eso es reglamento (sin quejarse por la espalda).

Desde 2001, el número de reguladores que reclaman la supervisión del ecosistema Nomad se ha duplicado a cuatro, y estimamos que el alcance de la regulación ha aumentado en un orden de magnitud. La nueva Autoridad de Conducta Financiera, la cuarta iteración del regulador del Reino Unido desde que Zak y yo estuvimos en la industria (los otros son: la Organización Reguladora de Gestión de Inversiones, IMRO; la Autoridad de Valores y Futuros, SFA; y la Autoridad de Servicios Financieros, FSA ), pronto puede requerir que varias partes del ecosistema Nomad vuelvan a registrarse para obtener autorización para funcionar como proveedores de servicios de inversión. Si bien el proceso de reinscripción puede verse como un costoso ejercicio de cumplimentación de formularios, y nos complace revelar lo que sea necesario (menos sobre la emisión de cheques), la naturaleza del nuevo reglamento es diferente a sus predecesores. Atrás quedó el toque ligero de la autorregulación y, en cambio, el mecanismo, y quizás la voluntad política, existe para ser mucho más controlador. Por ejemplo, la nueva regulación busca separar la gestión de riesgos de la gestión de carteras (nos estamos rascando un poco la cabeza sobre lo que eso significa y la regulación no define los términos) y ya ha tomado la forma de políticas de remuneración obligatorias (pero es curiosamente silencioso sobre pagos de dividendos). Al igual que con todas las reglas nuevas, parece haber algunas anomalías: parece que un asesor de inversiones en Londres puede ser tratado como si fuera el socio general de una sociedad extraterritorial a los efectos de la regulación, pero el mismo gobierno consideraría a la entidad de Londres como una entidad subcontratada. asesor de inversiones para fines tributarios y de control, una contradicción que puede no durar mucho tiempo, especialmente cuando los gobiernos buscan equilibrar sus presupuestos.

Nos parece que el panorama regulatorio no apoya a las pequeñas y simples boutiques de inversión que no son parte de cualquier problema que la regulación busque resolver. Podríamos

desea lo contrario, pero los felices días en que el recolector de valores en ciernes manejaba a sus amigos y la sociedad familiar desde el solárium de su casa en 5505, Farnam Street, Omaha (una imagen tan importante para Zak y para mí) se han ido. En nuestra opinión, dado el tiempo, la barrera de entrada presentada por las nuevas reglas puede causar una consolidación considerable de la industria (un resultado deseado desde un punto de vista regulatorio; seamos realistas, la regulación es costosa de hacer) pero la consolidación, al final, traerá consigo Es un aumento concomitante y no intencionado de la fragilidad del mercado, parafraseando a Nassim Taleb. También nos parece, de forma anecdótica, que aquellos que cada vez más pueblan

214

Inversión fiscal a corto plazo.

la industria es del tipo que paga a otros para que hagan su trabajo por ellos (basta con presenciar la explosión cámbica de proveedores de servicios que ofrecen actuar como intermediarios). Como algunas instituciones financieras complejas pueden estar descubriendo hoy, si el propietario ha abdicado de la responsabilidad hasta el punto de no saber lo que está sucediendo, tampoco es saludable.

Todo esto ha ocurrido porque otras personas han mentido y robado. En esencia, ahora estamos obligados a demostrar que no somos Bernard Madoff pero, a diferencia del Sr. Madoff, no tenemos posibilidades de ganarnos el camino hacia un régimen más ligero mediante un buen comportamiento. Tampoco se tiene en cuenta el hecho de que invertimos a muy largo plazo o que somos un simple fondo. De hecho, Nomad se trata de la misma manera que un complejo de fondos de cobertura apalancados, largos / cortos, que negocia con exóticos y cotiza constantemente. Al igual que los límites de velocidad del tráfico, la regulación busca moderar todo comportamiento por el bien general, y hemos vivido con esas restricciones bastante felizmente (bueno, casi). Aun así, en nuestra opinión, lo que realmente se requiere para presionar a los mentirosos y tramposos es empoderar a los detectives y reguladores que hacen preguntas a aquellos cuyas prácticas no huelen.

derecho. Y si realmente desea cambiar el comportamiento de la industria, le susurraré esto: en cambio, tenemos más reglas generales para todos.

### Limpieza interna

Uno de los efectos de estar cerrado a las suscripciones y solo abrirse periódicamente es que, especialmente en el clima regulatorio actual, los documentos rectores de la Asociación pueden quedar obsoletos pronto. El contrato de asesoría de inversiones y el prospecto ahora serán revisados para reflejar (esta lista no es exhaustiva): nuestro estado con la SEC; los requisitos de FATCA estadounidense y AIFMD europeo; nuestra eliminación de cotización en la Bolsa de Valores de Irlanda (que, eh hum, ocurrió hace varios años), y el nombramiento de Ralph como nuevo director de Nomad tras la jubilación de Martin. ¡Eso debería bastar para 2014! Los documentos actualizados se enviarán a los socios a su debido tiempo.

### Zimbabue

A mediados de la década de los noventa, las condiciones económicas eran casi uniformemente favorables en todo el mundo y los precios del mercado de valores reflejaban las condiciones imperantes. En un mundo perfecto, Zimbabwe era una anomalía flagrante. En Zimbabwe se podían comprar activos industriales, a menudo operaciones monopolísticas o casi monopolísticas, por mucho menos que el costo de esos activos:

plantas de cemento por diez centavos de dólar y fábricas de cerveza por una cuarta parte del costo de los alambiques y camiones.

Así que nos arremangamos, cruzamos la frontera de Sudáfrica y nos pusimos manos a la obra. Identificamos algunos candidatos de inversión razonables, pero la primera arruga a superar fueron los controles de cambio que sobrevaloraron artificialmente el dólar zimbabuense. Estos controles podrían eludirse legalmente mediante la compra de acciones en empresas que cotizan en la bolsa de valores de Johannesburgo (Sudáfrica) que también cotizan en Harare (Zimbabwe), volver a registrar las acciones de Jo'berg en Harare y luego vender las acciones en la bolsa de valores de Harare. El proceso tomó algún tiempo, pero el aumento del poder adquisitivo superó con creces la tasa ofrecida por el banco central para las transacciones en efectivo. Con dólares zimbabuenses podríamos entonces hacer inversiones. Elegimos tres sectores en un intento de diversificarnos del riesgo de nacionalización e invertir en negocios con grandes, poderosos e importantes accionistas que pudieran proteger sus / nuestros intereses comerciales. Al menos eso lo esperábamos. Con este fin, compramos acciones de una empresa cementera, una fábrica de cerveza y una empresa de construcción / ingeniería.

215

En los años siguientes, el país ha vivido: una disminución de la actividad económica de, en una etapa, quizás hasta la mitad; hiperinflación; el abandono de la moneda local por parte del banco central como medio de cambio; la suspensión del mercado de valores (y el valor cero asociado atribuido a nuestras inversiones); nacionalización violenta y forzada de granjas de propiedad privada; el intento de asesinato de opositores políticos; y un gobierno de coalición que incluyó, y continúa incluyendo, al presidente en ejercicio Mugabe. Aunque Zimbabwe está lejos de la normalización, las inversiones de Nomad han aumentado de precio entre tres y ocho veces en dólares estadounidenses y, tras la venta de nuestras inversiones finales en Zimbabwe el año pasado, los dólares se han remitido a las cuentas bancarias de Nomad en Londres. Es una gran historia, pero no una que repetiríamos apresuradamente (podemos hacerlo mejor con los negocios de capitalización en estos días, y son mucho menos estresantes). Junto con (la versión analógica de) esta carta hay un billete de cien billones de dólares zimbabuenses emitido en el pico de la hiperinflación (tenemos un número limitado, por lo que solo se ha adjuntado un billete por socio limitado. Si su carta no contenía una nota es porque podemos tener varios destinatarios por interés de socio limitado, por lo que la nota estará con uno de sus colegas). Hoy el billete no tiene valor (sin un valor de novedad de eBay). Pero pensamos que te gustaría un billete de cien billones de dólares (¿y a quién no?) Como recuerdo de las aventuras de Nomad en el capitalismo (¿enmarcarlo para el estudio / sala de juntas?). (Los socios que son más digitales en sus hábitos de lectura pueden reclamar su nota con un correo electrónico a Amanda en Galactic HQ; solo tenemos tantos, así que una solicitud por socio limitado, por favor).

### Una nota final sobre psicología

Han pasado casi diez años desde que Barry Schwartz publicó su popular libro de psicología “La paradoja de la elección”. Para resumir parte del libro: Schwartz observó que la sociedad occidental tiende a ver la elección como algo bueno, y más elección como mejor aún. En su supermercado local, Schwartz contó ciento treinta aderezos para ensaladas diferentes, excluyendo la docena de aceites de oliva y vinagres balsámicos en caso de que los aderezos para ensaladas prefabricados no ofrecieran suficientes opciones. En su tienda de electrónica local encontró más de seis millones de posibles combinaciones de componentes de alta

fidelidad. A pesar de que a los consumidores se les ofrecía lo que a Schwartz le parecía ser una plétora de opciones cada vez mayor para satisfacer sus necesidades, no pudo encontrar correlación con una mayor felicidad. En cambio, planteó la hipótesis de que con toda la elección vino la expectativa (subconsciente) de que el resultado debería ser perfecto, y esta expectativa hizo que la elección real hecha fuera decepcionante en comparación. Era como si demasiadas opciones nos hicieran infelices.

Schwartz no lo menciona directamente, pero el problema no se limita a la toma de decisiones del consumidor. Los mercados de valores públicos tienen muchas decenas de miles de inversiones potenciales, y el precio de cada una de ellas cambia casi constantemente. La cantidad de posibles combinaciones de ganancias o pérdidas haría que la tienda de alta fidelidad de Schwartz pareciera una prueba de opción múltiple. Por lo tanto, es muy fácil sentirse infeliz con las inversiones de uno. De hecho, en cualquier día, mes o año es muy probable, de hecho estadísticamente casi seguro, que la combinación de inversiones elegida por uno se retrasará en las alternativas; siempre habrá alguien que lo haya hecho mejor.

En una carta reciente de Nomad (junio de 2010) escribimos ...

*“ Los lectores que llegan al final de nuestras cartas (puede que nos estemos halagando), incluidas las notas a pie de página (¡podemos estar engañándonos a nosotros mismos!), Pueden recordar la historia que volvimos a contar del Ferrari 250 GTO comprado por un coleccionista en la década de 1960 por el precio efectivo de £ 750. La belleza de*

216

*La historia es que aunque el auto es uno de los más valiosos del mundo, el coleccionista todavía tiene su auto hoy. Un 250 GTO diferente ha cambiado de manos recientemente, y el precio ... ¡20 millones de dólares! ”*

... Stop Press: ¡un Ferrari 250 GTO cambió de manos recientemente por U \$ 52 millones! Eso representa un rendimiento anual de más del veinte por ciento durante unos cincuenta años. ¡Siempre hay algo que hace que la actuación de Nomad parezca un poco maleza! Antes de mostrar su decepción y alcanzar la fruta podrida para lanzarnos en nuestro camino, creo que es hora de que volvamos a lidiar con las regulaciones (x4).

Te deseamos un muy feliz año nuevo,

Nicholas Sleep

[Nuestras notas al pie](#)

Hay, nos dicen, un quiosco de boletos en una estación de tren en algún lugar de la India con un letrero sobre la ventana que dice: "Aquí no hay bambú". Es con el mismo espíritu que intentamos estas palabras de advertencia. Las exenciones de responsabilidad se reducen a la siguiente declaración: si eliges creer algo de esto, entonces estás solo. ¡Ay! También será difícil para nosotros escapar de esta conclusión, y tiene poco sentido para nosotros hacer algo más que renunciar a la responsabilidad por errores, omisiones y no ofrecer garantías; por favor, revise todo lo que decimos, avíenos cuando nos equivoquemos y perdone. nuestros errores. Te prometemos esto: somos humanos, cometemos errores, pero nuestros errores son honestos. Aunque no pretendemos engañar, tampoco podemos garantizar la información contenida en estas cartas, o que algunas de nuestras ideas puedan ser

interpretadas de formas que no pretendemos. Como inversores, estamos tratando de hacer el mejor trabajo posible y escribimos estas cartas de buena fe para informar y educar a los socios sobre nuestras acciones y pensamientos en el contexto de la Asociación. Esperamos que se lean con el mismo espíritu con el que están escritos.

El sentido común le dice que el precio y el valor de las acciones pueden variar enormemente y, aunque no pretendemos lograrlo, también reconocemos que es posible un deterioro permanente del capital. Nuestra Asociación se concentra en relativamente pocas inversiones, quizás más concentradas que muchas otras, y como tal, nuestros resultados serán más volátiles que muchos de nuestros pares. Nomad también es una asociación a muy largo plazo. No creemos que sea adecuado para inversores con plazos inferiores a cinco años. Tampoco creemos que Nomad sea adecuado para inversores en conflicto excesivo con cuestiones de principal-agente. Si se siente incómodo, sospechamos que Nomad no es para usted.

Nomad Investment Partnership ha tenido dos socios generales: Marathon Asset Management durante el período desde su inicio en 2001 hasta septiembre de 2006, y Sleep, Zakaria and Company desde septiembre de 2006 hasta la actualidad. Zak y yo hemos sido responsables de las decisiones de inversión de la Asociación desde su inicio, antes como empleados de Marathon y luego en nuestra propia empresa, que se creó con el propósito de administrar Nomad. La aventura continúa ...

#### Algunas notas sobre la limpieza (¡mantente despierto en la parte de atrás!)

Esta es la carta anual y, combinada con la carta provisional enviada a los inversores en julio, es el formato principal que utilizamos para comunicarnos con nuestros socios. En estas cartas hemos tratado de proporcionar de manera honesta y completa toda la información que buscaríamos si se cambiaran las tornas y fuéramos inversores en el fondo de otra persona. Poseemos acciones durante períodos muy prolongados y somos conscientes de que la presentación de informes más frecuentes o detallados puede ser innecesaria e incluso contraproducente. Una copia de nuestra obra maestra, la Colección completa de cartas, está disponible a pedido de Amanda en Galactic HQ (amanda@sleepzakaria.co.uk). Se requiere mucho café. Los socios de Nomad también recibirán una copia completa de nuestro Programa de inversiones por correo separado, cada seis meses, que enumera todas nuestras inversiones en detalle. Además, en la primavera recibirá las cuentas anuales de Nomad, auditadas por Grant Thornton. Cada mes, el administrador de Nomad (¡no nosotros!) Le envía extractos de cuenta, Phoenix Financial Services en Dublín, Irlanda. Llame a Gavin Gray y su equipo (+353 18450816 1) con su estado de cuenta

217

consultas. Al igual que los inversores estadounidenses sujetos a impuestos como Gavin y su equipo, también deben preparar sus certificados de impuestos (1099).

Los clientes siempre deben considerar que Zak y yo estamos disponibles al final del teléfono, y que nuestra puerta de entrada (algo en mal estado) está abierta para los visitantes. Y aunque damos la bienvenida a su empresa, no se decepcione demasiado si no tenemos muchas novedades que decir: esperamos que ya esté en estas cartas.

#### Notas legales a pie de página

*Los números de desempeño son producidos por Phoenix Fund Services, el administrador de Nomad, y han sido auditados por Ernst and Young hasta 2011, y desde entonces por Grant Thornton en sus auditorías anuales que siguen a la publicación de nuestras cartas.*

*En nuestras cartas nos referimos tanto a los socios limitados de la Sociedad como a los accionistas comunes de Nomad Investment Company (fondo subordinado) como "socios". Hacemos esto para transmitir una relación que buscamos en la que nuestros inversores sean socios en una experiencia y un destino compartidos, en el que ellos también tengan algo que aportar. No pretendemos sugerir que exista una asociación, en el estricto sentido legal de la palabra, entre los accionistas del fondo alimentador y Nomad, o Sleep, Zakaria and Company, Ltd.*

*Este documento es emitido por Sleep, Zakaria and Company, Ltd., que está autorizado y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) (No. 451772). Este documento solo se envía a las personas que tienen interés en recibirlo y no está destinado a su posterior distribución. Esta comunicación se envía y está dirigida únicamente a: (a) personas fuera del Reino Unido; (b) profesionales de la inversión, según se definen en el Artículo 19 (5) de la Orden de 2005 de la Ley de Mercados y Servicios Financieros (Promoción Financiera) de 2005 (la "Orden"); o (c) compañías de alto patrimonio, asociaciones y sociedades no constituidas en sociedad y fideicomisarios de fideicomisos de alto valor como se describe en el Artículo 49 (2) (a) y (d) de la Orden, y otras personas a quienes de otra manera se les pueda comunicar legalmente, incluidos en el artículo 49 (1) de la Orden.*

*Nomad Investment Partnership no es un esquema reconocido bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 ("FSMA"). Dada la naturaleza de la base de inversores de Nomad, el recurso a la FCA y al Plan de compensación de servicios financieros puede ser limitado.*



### Postamble

Puede que nos estemos halagando a nosotros mismos al pensar que cualquiera llegará tan lejos, pero, para aquellos que lucharon, las felicitaciones probablemente estén en orden. Y ahí están, las Nomad Letters, nuestra obra maestra (o, habiéndolas leído, algunos podrían preferir "pulpo magnífico", como dice el malapropismo de Baldrick en la serie Black Adder de Rowan Atkinson). Aquellos que deseen leer más (definitivamente nos estamos halagando) pueden hacerlo en el libro de William Green "Richer, Wiser, Happier". William ha escrito el tipo de libro que nos encantaría haber escrito, pero sabemos que carecemos de las habilidades necesarias. Estamos seguros de que disfrutará de la lectura.

Cuando escribimos la carta de diciembre de 2013, no sabíamos que sería la última pero, unos meses después, la cartera se había liquidado, los fondos se devolvieron a nuestros socios y continuamos. No nos gustó ni un poco esa fase final: vender las apuestas acumuladas a lo largo de los años se sintió mal, los clientes eran la gracia en sí misma, pero, aun así, sigue siendo una conversación incómoda quitarle algo a alguien, especialmente a las personas que te agradan, y ahí está. Fueron los dolores de cabeza administrativos de cerrar una operación. Psicológicamente todo se sentía mal.

Entonces, ¿por qué cerramos? Con decisiones importantes como esa, a menudo hay una mezcla de fuerzas que empujan y tiran: la dirección de la regulación era ciertamente molesta y las herramientas de regulación innecesariamente contundentes, pero también queríamos sentir que no teníamos que justificar acciones e inacciones. de forma permanente a una puerta giratoria de interesados. También sentimos que habíamos exprimido todo lo que pudimos del proceso de inversión y continuar habría sido enjuagar y repetir, por así decirlo. Después de todo, teníamos lo que necesitábamos, solo unos pocos negocios excelentes y era poco probable que vendiéramos ninguno de ellos para financiar la compra de otra colilla de cigarrillos, una compañía de cemento filipina, ¿verdad? La atracción fue la perspectiva de la independencia y una nueva aventura, esta vez averiguando cómo reciclar los fondos para que otros se beneficien. Terminamos a una edad (mediados de los 40) cuando nos obligó a construir algo nuevo (no puedes sentarte en la playa para siempre) y, con suerte, viviríamos lo suficiente para ver también las consecuencias de nuestras acciones; tendríamos que comer nuestra propia comida, por así decirlo. Las generaciones anteriores que se jubilaron en la vejez y murieron poco después, no siempre han tenido esa oportunidad. Y, como dijimos en el preámbulo, tampoco hemos dejado atrás la inversión por completo.

Muchas de las personas prósperas y ricas que conocemos están un poco desconcertadas por lo que realmente significa el dinero. Los inversores pueden pensar en su camino hacia el éxito sin que parezca funcionar en el sentido tradicional y la recompensa en el capitalismo de la selección de valores puede ser extraordinaria. Una cosa es que los asignadores de capital sean recompensados por sus esfuerzos, pero, en nuestra opinión, tomar la identidad personal en todo lo que supere la cantidad X no es una ruta para construir un mundo mejor. Sospechamos que si llegaste al final de nuestras cartas, entonces eres uno de los buenos y ya lo sabes. Si la buena inversión es un deporte minoritario, entonces la buena filantropía es un deporte minoritario para aquellos que practican deportes minoritarios. A nuestra banda le vendría bien pasar de los márgenes de la sociedad a convertirse en la norma. Esperamos que se una a nosotros en el viaje.

Nick Sleep y Qais Zakaria, primavera de 2021.