

Para: Dueños de Bina Ormasel  
 De: Guillermo Estefani  
 Asunto: Manual de Dueño - Principios de Sociedad Bina Ormasel  
 Fecha: 10 de marzo de 2020

---

A continuación, trataré de desplegar los principios que pienso que deben regir la manera de conducirnos en la aventura empresarial de la cuál formamos parte.

No se trata de un modelo nuevo o en blanco.

Una parte importante de lo que describo aquí se encuentra entre lo delineado en el “Manual de Dueño” de Berkshire Hathaway (Buffett, 1996), de quienes siento una profunda admiración y respeto.

1. *Nuestro propósito es operar una sociedad tenedora de acciones cuyo valor intrínseco de negocio por acción progrese a su máximo ritmo de crecimiento compuesto anual, y como mínimo que sea mayor que el de una corporación estadounidense promedio.*

En este apartado se realiza un breve análisis comparativo entre una inversión en el mercado estadounidense y el mercado mexicano de 2004 a 2019 con la simple finalidad de ilustrar diferencias entre ambas estrategias de inversión, y, por tanto, un marco razonable para determinar el objetivo general de Bina.

Si estudiamos el desempeño de la ganancia compuesta anual del índice S&P500 en bloques de 5 años en 50 años de 1969 a 2019, encontraremos una ganancia compuesta promedio anual de 10.2%, sin contar comisiones, y combinando dividendos y ganancia de mercado.

En quince años del progreso del mercado americano de 2004 a 2019, encontraremos dos ocasiones en las que el mercado crece por encima de +30%, una ocasión en la que cae por debajo de -10%, y la mayoría de las ocasiones dentro de estos rangos con un promedio de +10% anual.

Año	Cambio % anual S&P500 con dividendos	Progreso de \$1 de 2004 en EUA	Progreso de \$1 de 2014 en EUA	Cambio % anual IPC (+T.C.)	Progreso de \$1 de 2004 en MX	Progreso de \$1 de 2014 en MX
2004		\$1.00			\$1.00	
2005	4.9	\$1.05		54.9	\$1.55	
2006	15.8	\$1.21		38.3	\$2.14	
2007	5.5	\$1.28		6.3	\$2.28	
2008	(37)	\$0.81		(48.7)	\$1.17	
2009	26.5	\$1.02		70.4	\$1.99	
2010	15.1	\$1.18		31.2	\$2.61	
2011	2.1	\$1.20		(5.9)	\$2.46	
2012	16	\$1.39		23.9	\$3.05	
2013	32.4	\$1.84		(13.8)	\$2.62	
2014	13.7	\$2.10	\$1.00	(10.7)	\$2.34	\$1.00
2015	1.4	\$2.13	\$1.01	(12.4)	\$2.05	\$0.88

Año	Cambio % anual S&P500 con dividendos	Progreso de \$1 de 2004 en EUA	Progreso de \$1 de 2014 en EUA	Cambio % anual IPC (+T.C.)	Progreso de \$1 de 2004 en MX	Progreso de \$1 de 2014 en MX
2016	12	\$2.38	\$1.14	(6.4)	\$1.92	\$0.82
2017	21.8	\$2.90	\$1.38	20.5	\$2.32	\$0.99
2018	4.4	\$2.77	\$1.32	(15.1)	\$1.97	\$0.84
2019	31.5	\$3.64	\$1.74	1.7	\$2.00	\$0.85
Ganancia compuesta anual		9.00%	11.70%		4.70%	(3.10%)
Ganancia General		264%	74%		100%	(15%)

Ahora bien, este crecimiento no es homogéneo ni lineal. \$1 dólar de 2014 invertido en un fondo que replica el S&P500, sin comisiones, terminó siendo \$1.74 dólares a finales de 2019, mientras \$1 dólar invertido en 2004 terminó siendo \$1.02 dólares a finales de 2009, pero diez años después, a finales de 2019 esta inversión progresó hasta \$3.64 dólares.

El IPC mexicano es una buena muestra de cómo se comporta una corporación mexicana promedio. Pero pienso que hay que tener cuidado al comparar el progreso del índice de un país emergente respecto a un país hegemónico.

Por ejemplo, una persona en 2004 pagaba \$11.00 pesos en 2004 para comprar \$1 dólar, mientras que a finales de 2019 pagaba \$18.90 pesos. Ese mismo \$1 dólar invertido en el IPC mexicano (sin pagar comisiones) a finales de 2009 (postcrisis inmobiliaria) tendría un valor de \$1.99 dólares con un tipo de cambio de \$13 pesos por dólar.

Una persona con \$1 dólar en 2014, invirtiendo este dinero en pesos mexicanos en el IPC considerando el progreso del índice hacia finales de 2019 y la depreciación del peso, podría comprar \$0.85 dólares, esto es una pérdida general de -15% sin considerar los efectos de la inflación.

O, dicho de otra manera, desde el año 2012 hasta finales de 2019, dada la devaluación progresiva del tipo de cambio, en México fue mucho mejor cobertura permanecer en dólares sin actuar, que invertir en una corporación mexicana promedio.

Esto nos ayuda a aclarar los mantras de los indizados. Ir a largo plazo en un índice de empresas de poca calidad no es garantía de progreso de valor con el paso del tiempo.

Por otra parte, no hay garantías de que el pasado ocurrirá en el futuro. Como vimos durante 2020 por la crisis sanitaria y económica que experimentamos a nivel global, aunque Estados Unidos sea o siga siendo la economía hegemónica del mundo, no está exenta de sobresaltos que nadie quiere experimentar.

Por lo tanto, y al menos con la tecnología que tenemos en los inicios del siglo XXI, aún no hemos podido predecir lo que ocurrirá en el futuro, ni cuál será la secuencia de las variaciones económicas año con año, y aunque el ser humano tuviese esa información, definitivamente está muy lejos de mi alcance.

Este ejercicio también nos muestra cómo es que el mercado americano es un sistema bastante potente que ha progresado muy bien con el paso de los años. Por lo tanto, es bueno estar conscientes de que si esperásemos una ganancia sustancial por encima del mercado general estadounidense probablemente quedaremos desencantados.

Considerando lo anterior, todavía creemos que, nuestro vehículo corporativo si es guiado bajo los principios expuestos a continuación, existe la posibilidad de aventajar al índice general sin prestar demasiada atención en que si un año determinado sea positivo o negativo.

Sin embargo, es importante tomar en cuenta que nuestra operación depende en gran medida del ambiente del mercado estadounidense, que es nuestra comparación general, y que aunque deseamos siempre vencer al progreso de una corporación estadounidense promedio, también es importante considerar la realidad de períodos difíciles de la economía estadounidense general.

Lo que quiero decir es que en términos de nuestro objetivo sería mucho más favorable y deseable tener un declive de -15% de nuestro valor en libros cuando el mercado disminuya -25%, que tener un año en que tanto el mercado como nuestra corporación avancen +20%.

Un ejemplo de factibilidad es por supuesto Berkshire Hathaway (BRK) de quienes obtenemos inspiración para nuestro modelo de negocios, cuyo mayor crecimiento se encontraba desde 1976 hasta 1999 con una ganancia compuesta anual de +27% (en 8 de 24 años por encima de +30%), mientras el mercado tuvo en promedio +15% de ganancia compuesta anual.

No cito el ejemplo de BRK con la finalidad de dar más esperanzas que el hecho de que se trata de un caso real en condiciones sociales, políticas y económicas totalmente distintas a las nuestras.

Es muy difícil replicar el éxito de Warren Buffett, y nosotros estamos muy lejos en tamaño, carácter, personalidad, inteligencia o contactos.

Para empezar, nos inspiramos en BRK y no buscamos ser iguales a ellos, y, por otra parte, quien quiera participar del genio del mayor inversionista de la época moderna, simplemente tiene que adquirir una acción de la serie B, y sentarse a esperar el precio de una de las empresas más extraordinarias del mundo.

Nosotros por nuestra parte, tenemos otras características, experiencia, personalidad, inteligencia y objetivos.

Además, el tamaño del mercado de valores es mucho mayor que hace cuarenta años, y los competidores son más sofisticados, el conocimiento y el acceso a la tecnología proliferan y las oportunidades pueden resultar más escasas cada vez.

Lo que sí tenemos a diferencia de Warren Buffett, y que él no puede comprar, es tiempo dada nuestra edad.

De manera que, considerando la fórmula de interés compuesto, 50 años con una tasa S&P de 10.2% hacen que \$1 sea \$128, una tasa de 15%, ese \$1 se vuelve \$1,083, y una tasa de 20% se vuelve \$9,100.

Al menos en este asunto no hay atajos. El tiempo disponible existe, la tasa inicial depende de la confianza que podemos generar en el vehículo, pero la tasa de capitalización requiere de mucha disciplina, el marco teórico correcto, atención, esfuerzo, inteligencia y conciencia.

2. *Nuestra tesis de inversión es hacernos socios a precios razonables de negocios extraordinarios difíciles de imitar, con gerencias éticas, y capaces de ampliar su ventaja competitiva hacia el futuro.*

Seremos muy cuidadosos en seleccionar los negocios que consideramos extraordinarios, pagando un precio razonable.

En términos generales, lo que define nuestra tesis se engloba en los siguientes aspectos:

1. Características económicas favorables en el largo plazo
2. Gerencias honestas, creativas, y trabajadoras.
3. Precios razonables.
4. Industrias que comprendemos, en las que nos sintamos competentes para juzgar.

Este tamiz suele ser estricto, y difícilmente encontraremos cien oportunidades que cumplan con nuestros requerimientos. En consecuencia, nuestra tenencia tenderá a preferir la concentración adecuada por encima de la diversificación excesiva.

Por otra parte, las buenas ideas de colocación de capital son escasas y existe muchísima gente más inteligente y con mayores capacidades tecnológicas que nosotros, por lo que reconocemos como evidente que muchas empresas de calidad ya se encuentran cotizadas, lo que complica nuestro trabajo.

Para nosotros, el escenario deseable es adquirir negocios completos con crecimiento sostenido en diversas industrias, y que generen efectivo.

En el segmento de negocios privado, es crucial reconocer que nosotros no somos expertos en una industria determinada, y que preferimos mantener a las gerencias excelentes operando sus negocios y ampliándolos hasta que logren tamaños determinados.

Por lo tanto, nuestra decisión es inicialmente hacernos dueños de porciones de negocios con las características señaladas con anterioridad a través de la compra de valores acciones comunes comercializadas en el mercado de valores.

El mercado de valores nos permite participar y volvernos socios de una gran cantidad de oportunidades de negocio que de otra manera serían inaccesibles por condiciones de relaciones, distancias geográficas y tamaño de recursos financieros.

Colocaremos el capital a nuestro cargo para comprar porciones de estos, considerando factores como si fuésemos a adquirir completamente el negocio operativo.

Otro tema para considerar es que, a diferencia de un fondo de inversión, nosotros somos una sociedad que incurre en impuestos sobre la renta, lo que hace que sea relativamente más lógico que

sobrepasemos al promedio del mercado estadounidense en años de incertidumbre económica, y que por otra parte nos rezaguemos cuando el mercado tenga un año sólido.

3. *En esencia lo que buscaremos es coleccionar valor de negocios de calidad que se presentan en muchas formas.*

Nuestra diversificación o concentración no se basa en industrias ni en distribuciones geográficas, sin embargo, colocaremos capital de la forma más eficaz que nos permitan nuestras capacidades en los negocios que cumplan con nuestros criterios.

Coincide que estos negocios en sí mismos participan en maneras muy variadas en una gran cantidad de mercados bajo diferentes premisas.

Esta actividad está sujeta a errores de apreciación y a errores de omisión. Hay sesgos cognitivos en el momento de la colocación de capital que impiden conocer toda la realidad de los negocios subyacentes.

Como regla general, no estaremos apegados ni esperanzados a ninguna posición en el mercado de valores.

No estamos obligados a seguir cavando un hoyo de falsas esperanzas sólo porque hemos invertido mucha atención en un mal negocio, a pesar de nuestras buenas intenciones.

Tampoco tenemos la propensión de cortar los negocios de menor desempeño sólo porque en apariencia tienen ritmos de crecimiento más lentos que sus pares.

Nos gustan las buenas gerencias, nos gusta la disciplina, el ingenio y el trabajo duro, y si alguna de estas condiciones cambia, o si se ha alcanzado el máximo potencial de valor porque se han perdido los factores fundamentales que nos hicieron escogerlas en un principio, entonces podremos retirar nuestras posiciones.

4. *Tu capital se utiliza exactamente como nosotros lo utilizaríamos si fuera nuestro.*

Con excepción de la compensación única que recibiremos conforme al acuerdo general para garantizar el control de la sociedad, ganaremos dinero en la misma proporción que ustedes, y la riqueza que nos corresponde se moverá al mismo ritmo que la de ustedes por el tiempo que ustedes decidan ser nuestros socios.

No hay instrumentos de opciones, ni bonos, ni salarios elevados. Si ustedes ganan dinero, nosotros ganaremos dinero, si tomamos decisiones equivocadas, también tendremos un costo proporcional al de ustedes.

No tenemos un compromiso ideológico con algún tipo de sector. No buscamos grandes oficinas lujosas, ni grandes salarios, ni una operación muy amplia.

Cada decisión de colocación de capital se realiza considerando las consecuencias económicas para nuestros accionistas en el largo plazo.

5. *No entregamos dividendos.*

Pensamos que estos pueden ser reinvertidos y colocados de manera cuidadosa para crecer, colocarnos en oportunidades diversas y fortalecer nuestras posiciones.

Pensamos que la reinversión de posibles dividendos nos permitirá conseguir al menos \$1 de valor en libros por cada \$1 que retenemos considerando períodos de cinco años. Entendemos que esto será más difícil conforme aumenta nuestro tamaño.

6. *Somos conservadores con los recursos de terceros*

Podríamos llegar a utilizar deuda, pero siempre de manera conservadora. Si existe alguna necesidad financiera, favoreceremos el largo plazo y las tasas fijas.

Aunque tenemos la capacidad de utilizar diversos instrumentos del mercado, no especularemos mediante operaciones de instrumentos financieros derivados, y sólo los usaremos estrictamente en caso de que sirvan para el propósito de protección y cobertura de posiciones determinadas.

Para nosotros es más importante nuestra obligación fiduciaria con nuestros socios. Preferimos dormir bien que ganar unos cuantos puntos adicionales de margen de ganancias.

7. *Todos nuestros socios tienen información equitativa y actualizada al mismo tiempo.*

Hay varias maneras de comunicación con nuestros socios.

La actividad de colocación de capital requiere mucha atención en la comprensión del clima general de negocios y de los ambientes en donde operan los negocios en los que participamos. Esto ayuda a ajustar nuestras expectativas y la posición que tenemos ante dichas situaciones.

Anualmente prepararemos un reporte anual con estados financieros e información realmente importante, con aquello que nos gustaría tener si intercambiásemos posiciones, de manera que tengas suficientes elementos no sólo para evaluar lo que estamos haciendo, sino para que consideres cómo pensamos y cómo colocamos capital.

Explicaremos con precisión, claridad y en una extensión razonable nuestras perspectivas y conclusiones, además de las ventajas y desventajas de las posiciones de la sociedad. Seremos sinceros, directos y claros acerca de nosotros mismos como cuando analizamos cualquiera de nuestros prospectos de colocación de capital.

Tendremos una reunión anual, donde dedicaremos un tiempo razonable para contestar preguntas acerca de la corporación.

Haremos reportes trimestrales con estados financieros con notas que cumplan con los principios generales de contabilidad y que sean suficientemente liberales en información.

La naturaleza de nuestra operación, que es colocar capital en negocios con un valor por desarrollarse, y mantenernos a pesar de la opinión general de los mercados, hace que nuestros números consolidados no reflejen necesariamente nuestro desempeño en cuanto a valor intrínseco.

No hay maniobras contables, ni interpretaciones para suavizar resultados anuales. Todas las actividades se reportan a plenitud y los controles son cuidadosos. Cualquier tipo de estimación o reserva se realiza de la forma más consistente y conservadora posible.

No damos pronósticos de crecimiento ni ningún tipo de información valiosa para la ventaja de socios sin importar su tamaño.

8. *Sólo hablamos de nuestras actividades bursátiles hasta lo requerido legalmente.*

Esto significa que evitamos hablar de valores específicos, pero nos sentimos cómodos hablando acerca de los negocios o de filosofía de inversión.

Nuestra política es la sinceridad, pero las buenas ideas de inversión son escasas, valiosas y pueden evaporarse precisamente porque son buenas ideas y puesto que hay mucha competencia en el sector.

Esta es la razón por la que no hablamos normalmente de nuestras ideas de inversión, incluyendo valores que hemos vendido (que quizás volveríamos a adquirir) ni de acciones en donde se especula que podríamos comprar.

9. *Nuestro objetivo es maximizar el valor intrínseco de negocio por acción. Para efectos de valor extrínseco, comparamos el progreso del valor contable por acción de la sociedad contra el desempeño del S&P500.*

Algunas definiciones de valor intrínseco señalan que este consiste en el valor descontado del efectivo que puede obtenerse de un negocio durante la vida que le queda. Este cálculo varía entre personas principalmente porque nadie puede predecir el futuro a pesar de usar modelos matemáticos, además de que puede resultar impreciso debido a las diferencias entre tasas de interés o pronósticos hacia el futuro de la capacidad de un negocio.

Nuestra preferencia está en mejorar la estructura general de valor que mejorar nuestros libros de contabilidad, pues con el paso del tiempo, el progreso de negocios extraordinarios se refleja en posiciones en el mercado, y por tanto en acumulación de capital, lo cual mejorará nuestra posición general.

Pese a la imprecisión de las nociones de valor intrínseco, consideramos que hay una medición limitada que nos permite registrar el progreso de nuestros esfuerzos, por tanto, comparamos el progreso del valor contable por acción contra el desempeño del S&P500 con el objetivo de sobrepasarlo.

Aunque estamos conscientes que la última medición se da si ocurre una liquidación de la sociedad al final de la aventura, hay probabilidades de que su valor intrínseco de negocio sobrepase al valor de contable de nuestras posiciones.

Por ejemplo, un mercado deprimido presenta ventajas significativas de colocación de capital, pues se reducen los precios de participación en negocios extraordinarios.

10. *Las porciones de la compañía que vendemos deberán ser consistentes con el valor de la empresa. En la medida de lo posible, quisiéramos que el valor extrínseco de nuestra acción estuviese ligado al valor intrínseco por acción.*

## Principles of the Bina Ormasel Partnership

No podemos controlar el precio de nuestra acción. Pero podemos comentar y alentar el comportamiento que pudiera producir un precio de nuestra acción racional, procurando una correlación entre valor intrínseco y valor extrínseco de 1 a 1.

La consecuencia de este comportamiento es que no sugerimos que nuestra acción esté sobrevaluada o devaluada, lo que podría desalentar a ciertos inversionistas, pero atraer a aquellos que buscan ganancia en el largo plazo por el progreso de la compañía y no por los errores de la gerencia.

No hacemos oferta de acciones a personas indeterminadas, ni a través de servicios de intermediación financiera, sino por invitación.

Tendremos un solo tipo de acuerdo general para los socios. Si algún socio quisiera añadir dinero durante el año a la sociedad, sería complicado hacer enmiendas de acuerdos particulares durante el año, por lo que las posiciones adicionales sólo pueden ser adquiridas a final del año.

Aceptaremos anticipos durante el año y pagaremos un interés de +2% por encima del Bono Corporativo AAA de Moody's (o tasa fija 5.5%) desde el momento que recibimos el anticipo hasta el final del año. En ese momento, el pago más los intereses se añaden al capital de la sociedad y participa en las ganancias o pérdidas.

La ganancia se determina con base en el valor de mercado al principio y final del año, ajustado a los pagos hechos a los socios o las contribuciones recibidas de ellos.

No se basa en las ganancias realizadas durante el año, sino con base en la medición del cambio en el valor de liquidación (valor contable por acción) del año.

### *11. Nuestra gerencia maximiza la responsabilidad fiduciaria y la eficacia en la toma de decisiones.*

Por una parte, tenemos un consejo, que velará por los intereses de los accionistas que están alineados sólidamente con los dueños de las acciones.

Mi trabajo consiste en una parte ejecutiva para dirigir y hacerme responsable de las operaciones, así como en la responsabilidad de las decisiones de inversiones.

### *12. Funcionaremos como una sociedad con el propósito de superar el desempeño promedio de los negocios estadounidenses.*

Independientemente de la forma corporativa que adoptemos, nuestros socios son vistos como dueños-socios, mientras Betsela será el “administrador-socio”.

La compañía es un vehículo por medio del cual nuestros socios son dueños de los activos.

No quisiéramos que vieras tu posición como si simplemente tuvieses un pedazo de papel o una porción de un fondo común de inversiones de alguna institución financiera en el que puedes entrar o salir porque algún acontecimiento o el consejo comercial de algún asesor de inversiones te pone nervioso.

Más bien, pensamos que como dueño te quedes con nosotros hasta la consumación de nuestro objetivo.

## Principles of the Bina Ormasel Partnership

Nosotros veríamos a nuestros accionistas como compañeros que nos han confiado sus fondos que son muy importantes para sus vidas.

El objetivo continuo en el manejo de esta sociedad es lograr un desempeño de largo plazo superior al promedio de la industria. Si no logramos un desempeño superior no tiene razón de existir esta sociedad.

En un período de tiempo determinado habrá buenos años y malos años. No tiene provecho emocionarse o deprimirse por la secuencia en la que ocurren. Lo importante es vencer al mercado con una expectativa realista.

Si logramos esta ventaja, creemos que esto ocurrirá en desempeños mejores que los promedios en mercados estables o en declive, y quizás menores desempeños en mercados al alza.

### **Referencias**

Buffett, W. E. (1996). *Berkshire Hathaway Owner's Manual*. Omaha: Berkshire Hathaway.