

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

A los accionistas de Berkshire Hathaway Inc.:

El *descenso* en nuestro valor neto en 2008 fue de 11.500 millones de dólares, lo que redujo un 9,6% el valor de balance por acción de las acciones de Clase A y Clase B. En los últimos 44 años (es decir, desde que la actual dirección llegó a la empresa), el valor contable ha aumentado de 19 dólares a 70.530 dólares, una tasa de crecimiento anual del 20,3%¹.

La tabla mostrada al final del documento, en la que se registra el rendimiento en los últimos 44 años tanto del valor de balance de Berkshire como del índice S&P 500, muestra que 2008 fue el peor año para ambos. El ejercicio fue nefasto para los bonos corporativos y municipales, inmuebles y materias primas. A finales de año, inversores de todo pelaje estaban desorientados y desangrados, como pajarillos que se hubiesen colado en un partido de badminton

Según avanzaba el año, se verificó una serie de problemas de alta importancia dentro de las principales instituciones financieras del mundo. Esto hizo que el mercado de créditos se volviese disfuncional, mercado que en importantes aspectos rápidamente dejó incluso de funcionar. Por todo el país, la máxima pasó a ser aquel credo que leía en las paredes de muchos restaurantes cuando era joven: *In God we trust; all other pay cash* ("Confiamos en Dios, los demás pagan en efectivo", *In God we trust* es la frase que figura en todos los billetes de dólar)

En el último trimestre, la crisis crediticia, unida a unos inestables precios de los mercados inmobiliarios y de valores, produjo un miedo paralizante que atenazó al país. Esto dio como resultado una caída libre de la actividad empresarial que se aceleraba a una velocidad nunca vista. Estados Unidos —y la mayoría del planeta— se vio inmerso en un círculo vicioso de informaciones negativas. El miedo hizo que hubiera menos negocios, y eso a su vez hizo que creciera aún más el miedo.

Esta espiral debilitadora ha impulsado a nuestro gobierno a tomar un gran número de medidas. En términos deportivos, El Tesoro y la Reserva Federal han «echado el resto». La medicina económica que antes se dispensaba en cucharitas, ahora se despacha por barriles. Esta posología, impensable anteriormente, provocará muy probablemente efectos secundarios no deseados. Cuáles serán concretamente, nadie lo sabe, pero una probable consecuencia será una vorágine inflacionista. Además, industrias enormes se han hecho dependientes de la ayuda estatal, ahora vendrán además ciudades y estados con peticiones alucinantes. Retirar a estas entidades de la ubre pública será todo un reto político: no van a dejar de chupar del Estado fácilmente.

Sean cuales fueren las partes negativas, el año pasado era vital una acción fuerte e inmediata por parte del gobierno si se quería evitar el colapso total del sistema financiero. Si eso hubiese ocurrido, las consecuencias para cada una de las áreas de nuestra economía habrían sido catastróficas. Nos guste o no, todos estamos remando en el mismo bote: grandes empresas, pequeñas empresas y ciudadanos de a pie.

¹ Todos los datos por acción utilizados en el presente informe hacen referencia a las acciones de la Clase A de Berkshire. Las cifras para las acciones de la Clase B son una trigésima parte de las mostradas para la Clase A.

A pesar de todas estas malas noticias, recordemos no obstante que nuestro país se ha enfrentado a retos mucho peores en el pasado. Sólo en el siglo XX nos enfrentamos a dos guerras mundiales (una de las cuales parecía que íbamos perdiendo en principio), más o menos una docena de crisis y recesiones, una inflación virulenta que llevó a un tipo de interés del 12,5% en 1980, y a la Gran Depresión de los años treinta, cuando el desempleo se situó entre el 15% y el 25% durante muchos años. A Estados Unidos no le han faltado retos...

No obstante, hemos superado todos. A pesar de dichos obstáculos —y muchos otros— el nivel de vida real de los estadounidenses se multiplicó casi por siete a lo largo del siglo XX, con un Dow Jones Industrials que pasó de 66 a 11.497. Comparemos lo logrado en este periodo con las decenas de siglos en los que los humanos no lograron más que tímidos avances (en el mejor de los casos) en su nivel de vida. A pesar de que no ha sido un camino de rosas, nuestro sistema económico ha funcionado extraordinariamente bien con el paso del tiempo. Ha desencadenado el potencial humano como ningún otro sistema, y continuará haciéndolo: lo mejor para Estados Unidos está por llegar.

Echen de nuevo un vistazo a la tabla con los resultados de los últimos 44 años. En el 75% de los años, el S&P registró ganancias. Apostaría que un porcentaje similar tendrían resultados también positivos en los siguientes 44 años, pero ni Charlie Munger, mi socio en la dirección de Berkshire, ni yo podemos predecir los años con ganancias o pérdidas con antelación (y según nuestra opinión, nadie puede). Lo que es seguro es que la economía seguirá dando tumbos en 2009 y, visto lo visto, probablemente mucho más allá; pero esta conclusión no nos dice si el mercado de valores subirá o bajará.

Ya sea un año bueno o malo, Charlie y yo siempre nos centramos en cuatro metas:

- (1) Mantener la posición financiera de Berkshire, al estilo Gibraltar, que resulta en exceso de liquidez en grandes cantidades, pocas deudas a corto plazo y docenas de fuentes de ganancias y fondos líquidos;
- (2) Fortaleciendo las defensas de nuestros negocios operativos, lo que les da ventajas competitivas duraderas;
- (3) Adquiriendo y desarrollando nuevas y variadas fuentes de ingresos;
- (4) Aumentando y formando a nuestro panel de excepcionales gestores que, a lo largo de los años, han dado a Berkshire resultados excepcionales.

Berkshire en 2008

La mayoría de las áreas de negocio de Berkshire cuyos resultados dependen significativamente de la economía rindieron por debajo de su potencial el año pasado, y continuarán así también en 2009. Nuestros comerciantes se vieron especialmente afectados, al igual que nuestras operaciones relacionadas con la construcción residencial. En conjunto, no obstante, nuestros negocios de manufactura, servicios y comercio al por menor obtuvieron buenos resultados y la mayoría de ellos —en especial los más grandes— continúan fortaleciendo sus posiciones competitivas. Además, tenemos la suerte de que las dos áreas de negocio más importantes de Berkshire (los grupos de seguros y servicios públicos) logran ganancias que no se corresponden con la situación económica general. Ambas áreas obtuvieron unos resultados excelentes en 2008 y tienen grandes perspectivas de futuro.

Como se predijo en nuestro informe de 2008, los excepcionales beneficios que el área de seguros obtuvo en 2007 no se repitieron en 2008. No obstante, se registraron beneficios por sexto año consecutivo. Esto significa que nuestro «flotador» de seguros de 58.500 millones de dólares —es decir, dinero que no es nuestro pero que tenemos e invertimos en nuestro beneficio— nos cuesta menos de cero. De hecho, *nos pagaron* 2.800 millones de dólares en 2008 para tener dicho flotador. Charlie y yo estamos encantados con ello.

Con el paso del tiempo, la mayoría de las aseguradoras experimentan una pérdida substancial de suscripción, lo que hace que su situación económica sea muy diferente a la nuestra. Por supuesto, nosotros también tendremos pérdidas de suscripción dentro de algunos años, pero disponemos del mejor grupo de gestores del sector de seguros, y en la mayoría de los casos controlan franquicias valiosas y duraderas. Teniendo en cuenta estas fortalezas, creo que lograremos un beneficio de suscripción a lo largo de los años y que nuestro flotador seguirá por lo tanto sin costarnos nada. Los seguros, el principal área de negocio de Berkshire, son nuestro motor económico.

Charlie y yo estamos igualmente entusiasmados con el área de negocio de servicios públicos, que obtuvo beneficios récord el pasado año y que está en situación de lograr ganancias en el futuro. Dave Sokol and Greg Abel, los gerentes de esta área, han logrado resultados sin igual dentro del sector de los servicios públicos. Me encanta cuando presentan nuevos proyectos, ya que en este negocio de grandes inversiones los proyectos suelen ser importantes, y dichos proyectos ofrecen a Berkshire la oportunidad de invertir grandes cantidades de fondos con importantes beneficios.

Las cosas también fueron bien el pasado año en lo que respecta a la asignación de capital. Berkshire es siempre comprador de negocios y valores, por lo que los desajustes en los mercados supusieron una situación favorable para nuestras adquisiciones. A la hora de invertir, el pesimismo es tu amigo, y la euforia, tu enemigo.

En relación a nuestras carteras de seguros, hicimos tres grandes inversiones con condiciones imposibles en mercados corrientes. Éstas añadirán 1.500 millones de dólares (antes de impuestos) a las ganancias anuales de Berkshire y ofrecen también posibilidades de ganancias de capital. También cerramos la adquisición de Marmon (ahora poseemos el 64% de la empresa y adquiriremos las acciones restantes en los próximos seis años). De forma adicional, algunas de nuestras filiales realizaron absorciones que fortalecerán sus posiciones competitivas y ganancias.

Ésas son las buenas noticias, pero hay otra realidad menos placentera: en 2008 cometí algunos errores invirtiendo. Cometí al menos un error importante y algunos menos importantes que también duelen. Más tarde os contaré más cosas acerca de esto. Además, también cometí varios errores de omisión, quedándome en Babia cuando la situación cambió y me tendría que haber replanteado mi postura y haber pasado a la acción.

Además, el valor de mercado de los bonos y valores que seguimos poseyendo experimentó un descenso significativo, en línea con el mercado. Esto no nos preocupa ni a Charlie ni a mí. En serio: disfrutamos estas bajadas en los precios si tenemos fondos disponibles para aumentar nuestras posiciones. Hace mucho tiempo, Ben Graham me enseñó lo siguiente: «el precio es lo que pagas,

pero el valor es lo que obtienes a cambio». Ya sean acciones o calcetines, me gusta comprar mercancía de calidad cuando está de liquidación.

Criterios

Berkshire tiene dos áreas de valor principales. La primera son nuestras inversiones: valores, bonos y liquidez. A final de año éstos suponían 122.000 millones de dólares (sin contar las inversiones de nuestras operaciones financieras y de servicios públicos, que asignamos al segundo grupo de valor). Alrededor de 58.500 millones de dólares de esa cantidad está cubierto por nuestro flotador de seguros.

La segunda área de valor de Berkshire son las ganancias provenientes de fuentes no relacionadas con las inversiones o los seguros. Estas ganancias nos las proporcionan nuestras 67 empresas que están fuera del sector de los seguros, especificadas en la página 96. Excluimos de este cálculo las ganancias de los seguros porque el valor de nuestras operaciones de seguros proviene de los fondos reinvertibles que generan, y ya hemos incluidos este componente en el primer grupo.

En 2008, nuestras inversiones descendieron de 90.343 millones de dólares por acción de Berkshire (tras ajustes de participación minoritaria) a 77.793 millones, descenso provocado por la rebaja en los precios de mercado, no por la venta neta de valores o bonos. Nuestro segundo segmento de valor vio descender las ganancias antes de impuestos de 4.093 dólares por acción de Berkshire a 3.921 dólares (también tras ajustes de participación minoritaria).

Ambos resultados son insatisfactorios. Debemos ser capaces de lograr ganancias decentes en todas las áreas si queremos que el valor intrínseco de Berkshire crezca a un ritmo aceptable. No obstante, y siguiendo adelante, nos centraremos en el segmento de las ganancias, tal y como hemos hecho durante décadas. Nos gusta comprar valores que presentan un precio más bajo de lo normal, pero nos gusta más comprar empresas operativas a un precio justo.

Echemos un vistazo ahora a las cuatro principales áreas operativas de Berkshire. Cada uno de ellos presenta características propias en sus hojas de balance y en sus cuentas de ganancias. Por lo tanto, juntar las cifras —como se hace en los informes financieros estándar— impide su análisis. Por ello, los presentamos en cuatro áreas de negocio separadas, que es como las vemos Charlie y yo.

Servicios públicos regulados

Berkshire posee un 87,4% (reducido) de MidAmerican Energy Holdings, que administra una gran variedad de servicios públicos. Los mayores son (1) Yorkshire Electricity y Northern Electric, cuyos 3,8 millones de usuarios finales hacen de ellas el tercer mayor distribuidor de electricidad del Reino Unido; (2) MidAmerican Energy, que da servicio a 723.000 consumidores, principalmente en Iowa; (3) Pacific Power y Rocky Mountain Power, que da servicios a alrededor de 1,7 millones de usuarios en seis estados del oeste de EE.UU.; y (4) Kern River y Northern Natural, que suministran alrededor del 9% de gas consumido en EE.UU.

Nuestros socios en la propiedad de MidAmerican son sus dos extraordinarios gerentes, Dave Sokol y Greg Abel, y mi viejo amigo Walter Scott. No es importante el número de votos con que cuenta cada parte: sólo hacemos jugadas importantes

si creemos unánimemente que son acertadas. Nueve años trabajando con Dave, Abel y Walter han reforzado mi idea originaria: Berkshire no podría tener mejores socios.

De forma algo incongruente, MidAmerican también posee la segunda agencia inmobiliaria de EE.UU., HomeServices of America. Esta empresa opera a través de 21 empresas locales para las que trabajan 16.000 agentes. El pasado fue un *annus horribilis* para la venta residencial, y 2009 no parece que vaya a ser mejor. No obstante, continuaremos adquiriendo operaciones inmobiliarias de calidad cuando estén disponibles a precios razonables.

Aquí presentamos algunas de las principales cifras de MidAmerican:

	Ganancias (en mill.)	
	2008	2009
Servicios en Reino Unido.....	\$ 339	\$ 337
Servicios en Iowa	425	412
Servicios en Oeste.....	703	692
Gaseoductos.....	595	473
HomeServices	(45)	42
Otros (neto)	186	130
EBITDA.....	2.203	2.086
Constellation Energy*	1.092	—
Beneficios no pertenecientes a Berkshire	(332)	(312)
Intereses deuda subordinada de Berkshire.....	(111)	(108)
Impuesto sobre la renta	(1.002)	(477)
Ganancias netas	\$ 1.850	\$ 1.189
Ganancias atribuibles a Berkshire**	\$ 1.704	\$ 1.114
Deudas por pagar.....	19.145	19.002
Deudas por recibir	1.087	821

* Corresponde a una comisión por ruptura de 175 millones de dólares y un beneficio sobre nuestra inversión de 917 millones de dólares.

** Incluye los intereses ganados por Berkshire (netos de impuesto sobre la renta) por valor de 72 millones de dólares en 2008 y 70 millones en 2007.

El récord de MidAmerican en explotar sus instalaciones eléctricas reguladas y gaseoductos para gas natural es verdaderamente extraordinario. A continuación se expone más información que lo corrobora.

Los dos gaseoductos, Kern River y Northern Natural, se adquirieron en 2002. Una empresa llamada Mastio hace clasificaciones de gaseoductos en función de la satisfacción de los clientes. Entre los 44 gaseoductos listados, Kern River ocupaba la 9.^a posición cuando lo adquirimos, mientras que Northern Natural ocupaba la 39.^a. Había mucho trabajo que hacer.

En la clasificación de Mastio de 2009, Kern River ocupa la primera posición y Northern Natural ocupa la tercera. Charlie y yo no podemos estar más orgullosos de estos resultados, obtenidos gracias a que cientos de personas en cada caso se comprometieron con una nueva cultura y difundieron su compromiso.

Los logros en nuestros servicios eléctricos han sido igualmente destacables. En 1995, MidAmerican se convirtió en el mayor suministrador de electricidad de Iowa. Mediante una planificación con criterio y afán por la eficiencia, la empresa ha mantenido invariados los precios de la electricidad desde nuestra adquisición y ha prometido mantenerlos estables hasta 2013.

MidAmerican ha logrado mantener esta estabilidad en los precios a la vez que ha hecho de Iowa el Estado con mayor capacidad porcentual de generación de

energía eólica. Desde nuestra adquisición, las plantas de energía eólica de MidAmerican han pasado de cero a suponer el 20% de su capacidad de producción total.

De forma similar, cuando adquirimos PacifiCorp en 2006, nos implicamos a fondo en la expansión de la energía eólica. La capacidad por aquel entonces era de 33 megavatios: actualmente es de 794, y creciendo. (Al llegar a PacifiCorp, nos encontramos otros tipos de «vientos»: la empresa tenía 98 comités que se reunían frecuentemente. Ahora hay tan solo 28. Mientras tanto, generamos y distribuimos una cantidad considerablemente superior de energía, y lo hacemos con un 2% menos de empleados.)

Tan sólo en 2008, MidAmerican gastó 1.800 millones de dólares en obtención de energía eólica en dos localizaciones, y hoy en día la empresa es la líder en EE.UU. entre los servidores públicos en cuanto a propiedad de capacidad de generación de energía eólica. Por cierto, comparen esos 1.800 millones de dólares con los 1.100 de beneficios antes de impuestos de PacifiCorp (en la tabla, «Servicios en Oeste») y Iowa. En nuestros servicios públicos invertimos todo lo que ganamos y algo más, para cubrir las necesidades de nuestras áreas de servicio. MidAmerican no ha pagado un solo dividendo desde que Berkshire entró en la empresa a principios de 2000, sino que ha reinvertido todas las ganancias en el desarrollo de los servicios públicos que nuestros clientes exigen y merecen. A cambio se nos ha permitido obtener un beneficio justo de las importantes cantidades que hemos invertido. Es una sociedad que beneficia a todos los interesados.

Nuestra meta largamente ansiada es convertirnos en el «comprador de referencia» de las empresas, en especial las familiares. La forma de lograr esta meta es merecerlo. Eso significa que debemos mantener nuestra promesa, evitar endeudar las empresas adquiridas, conceder una autonomía excepcional a nuestros gerentes y mantener las empresas adquiridas contra viento y marea (aunque preferimos viento en popa).

Nuestros números concuerdan con nuestra teoría. Muchos de nuestros competidores siguen otro camino, no obstante. Para ellos, las adquisiciones son pura «compraventa». Antes de que se haya secado incluso la tinta del contrato de compra, ya están pensando en «estrategias de venta». Por lo tanto, tenemos una ventaja cuando hablamos con vendedores que de verdad se preocupan por el futuro de sus negocios.

Hace algunos años, nuestros competidores eran conocidos como “operadores de compras apalancadas” (LBO, en sus siglas inglesas). Pero LBO se echó mala fama. Como en una novela de Orwell, los LBO decidieron cambiar su nombre, pero no los ingredientes de sus operaciones, incluidos su afición por cobrar comisiones y su amor por la deuda. Su nueva etiqueta fue private equity, una forma de llamar a las cosas por su contrario. La compra de una empresa por parte de estas firmas acaba de forma casi irremediable en fuertes *reducciones* en la parte de capital en el balance del adquirido. Un gran número de estas empresas, adquiridas hace tan solo dos o tres años, están ahora mortalmente heridas por la deuda que sus compradores de capital riesgo han apilado sobre ellas. Mucha de la deuda bancaria se vende por debajo de 70 céntimos por dólar, y la deuda pública es mucho mayor. Las firmas de private equity, paradójicamente, no se apresuran a inyectar el capital

que sus empresas necesitan ahora desesperadamente. Más bien se aseguran que el capital que les queda esté bien a salvo.

En el sector de los servicios públicos regulados no hay grandes empresas familiares. Por ello, Berkshire espera ser el «comprador de elección» de los reguladores. Son ellos, y no los accionistas vendedores, quienes valoran la idoneidad de los compradores cuando se proponen las transacciones.

No hay que esconder la historia propia cuando se está de frente a estos reguladores. Pueden llamar —y llaman— a sus homólogos de los Estados en los que operas y preguntarles cómo te has comportado en todos los aspectos del negocio, incluido la disposición a comprometer un capital adecuado.

Cuando MidAmerican propuso adquirir PacifiCorp en 2005, los reguladores de los seis Estados en los que trabajaríamos comprobaron automáticamente nuestra actuación en Iowa. También evaluaron cuidadosamente nuestra planificación y capacidades económicas. Conseguimos el visto bueno, de la misma manera que esperamos conseguirlo en el futuro.

Hay dos motivos para esta confianza. La primera es que Dave Sokol y Greg Abel van a gestionar de manera excepcional cualquier empresa que se les asigne. No saben trabajar de otra manera. Aparte de eso está el hecho de que esperamos que se nos asignen más servicios públicos en el futuro, y sabemos que nuestro comportamiento empresarial en aquellos lugares en los que hoy trabajamos determinará la bienvenida que se nos ofrezca en otros lugares el día de mañana.

Seguros

Nuestro grupo de seguros ha impulsado el crecimiento de Berkshire desde que entramos en la empresa en 1967. Este feliz resultado no es consecuencia de una prosperidad general en el sector. En los 25 años hasta 2007, los beneficios sobre el valor neto de las aseguradoras fueron de media un 8,5% frente al 14% del Fortune 500. Nuestros directores generales del sector de seguros no han tenido el viento a favor, ciertamente. No obstante, estos gerentes han logrado alcanzar un nivel que ni Charlie ni yo nunca habíamos pensado en su tiempo que se pudiera alcanzar. ¿Qué por qué los quiero tanto? Déjenme explicarles algunas cosas.

En GEICO, Tony Nicely —actualmente en su 48º año en la empresa, tras entrar en ella con 18— sigue arañando cuota de mercado mientras mantiene una política de seguros disciplinada. Cuando Tony se convirtió en director general en 1993, GEICO poseía un 2% de la cuota de mercado en el sector de los seguros de coches, manteniendo un nivel en el que la compañía llevaba estancada años. Hoy tenemos una cuota del 7,9%, superando el 7,2% de 2007.

La combinación de ganancias de nuevos contratos y mejoras en las tasas de renovación de los contratos ya existentes ha convertido a GEICO en la tercera mayor aseguradora de automóviles. En 1995, cuando Berkshire tomó el control, GEICO ocupaba el séptimo lugar. Por delante de nosotros ahora sólo se encuentran State Farm y Allstate.

GEICO crece porque ahorra dinero a los conductores. A nadie le *gusta* comprar el seguro del coche, pero a todos les gusta conducir. Lógicamente, los conductores buscan el seguro más barato que tenga un servicio de primera. La eficiencia es la clave del bajo coste, y es la especialidad de Tony. Hace cinco años,

el número de pólizas por empleado era de 299; en 2008 dicho número era de 439, un enorme aumento de la productividad.

Cuando echamos un vistazo a las oportunidades actuales de GEICO, Tony y yo nos sentimos como un par de mosquitos hambrientos en una playa nudista. ¡Hay objetivos sabrosos por todas partes! Primero, y lo más importante, nuestro nuevo negocio en el sector de los seguros para automóvil está en plena expansión. Los estadounidenses se fijan como nunca en el precio, y acuden en manada a GEICO. En enero de 2009 logramos un nuevo récord —y por amplio margen— en número de asegurados. Dicho récord durará exactamente 28 días: según escribimos estas líneas, parece que las ganancias en febrero serán incluso mayores.

Además, estamos ganando terreno en las líneas aliadas. El pasado año aumentaron las pólizas para motocicleta un 23,4%, lo que aumentó nuestra cuota de mercado de alrededor de un 6% a más de un 7%. Crecemos igualmente con rapidez en los sectores de seguros para todoterrenos y autocaravanas, aunque partiendo de pequeñas cifras. Y, finalmente, hace poco comenzamos a asegurar vehículos comerciales, un sector grande que ofrece un gran futuro.

GEICO ya le ahorra dinero a millones de estadounidenses. Entren en GEICO.com o llamen al (+1) 800 847 7536 y comprueben si también podemos ahorrarle dinero a ustedes.

General Re, nuestra gran reaseguradora internacional, también disfrutó un excepcional año en 2008. Hace algún tiempo la empresa se enfrentó a serias dificultades (que no fui capaz de detectar cuando adquirimos la empresa a finales de 1998). Hacia 2001, cuando Joe Brandon tomó el cargo de director general, asistido por su socio Tad Montross, el entorno de General Re se había deteriorado todavía más, mostrando falta de disciplina en la emisión de pólizas, reservas y gastos. Después de que Joe y Tad tomaran el mando, se enfrentaron a estos problemas de manera decisiva y exitosa. Hoy en día, General Re ha recuperado su esplendor. La primavera pasada, Joe cesó y Tad ocupó el cargo de director general. Charlie y yo agradecemos a Joe que haya enderezado el rumbo y nos mostramos convencidos de que, con Tad, el futuro de General Re está en las mejores manos.

El reaseguro es un negocio de promesas a largo plazo, que a veces se alarga por más de cuarenta años. El último año ha vuelto a enseñar a los clientes un principio fundamental: la validez de una promesa siempre estará en función de la persona o institución que la haga. En eso es en lo que sobresale General Re: es la única reaseguradora respaldada por una empresa triple A. Ben Franklin dijo una vez: «Es difícil que un saco vacío se mantenga en pie». Ése no es motivo de preocupación para los clientes de General Re.

Nuestra tercera empresa de seguros más importante es la división de reaseguros de Ajit Jain, con sede en Stamford y con tan sólo 31 empleados. Debe de ser una de las empresas más llamativas del mundo, difícil de caracterizar pero fácil de admirar.

De un año a otro, el negocio de Ajit cambia radicalmente. Realiza transacciones muy grandes, a una velocidad de ejecución y con un ansia por ofrecer las mejores pólizas que dejan al resto asombrados. Si hay un riesgo grande y poco corriente, lo más probable es que llamen a Ajit.

Ajit entró en Berkshire en 1986. Rápidamente me di cuenta de que habíamos adquirido un talento extraordinario. Así que hice lo más lógico: escribí a

sus padres en Nueva Delhi y les pregunté si tenían otro igual en casa. Ya sabía la respuesta incluso antes de empezar a escribir: no hay nadie como Ajit.

Nuestras pequeñas compañías de seguros son a su manera exactamente igual de excepcionales que las «tres grandes», proporcionándonos un valioso flotador de forma regular y a coste negativo. Sumamos su resultado en el apartado «Otras» en la tabla siguiente. Por razones de espacio no nos paramos a dar detalles de estas compañías de forma individual, pero tened por seguro que tanto Charlie como yo apreciamos las aportaciones de cada uno.

A continuación se muestran los datos de los cuatro pilares de nuestro negocio asegurador. Los beneficios de suscripción quieren decir que los cuatro aportaron fondos a Berkshire el año pasado sin gastos, al igual que hicieron en 2007. Y en ambos años nuestra rentabilidad de suscripción fue considerablemente mejor que la lograda por el sector en general. Por supuesto que también nosotros tendremos un *annus horribilis* en los seguros de forma periódica, pero en líneas generales espero que logremos una media positiva. Si es así, podremos hacer uso de importantes fondos gratuitos en un futuro indefinido.

<u>Empresas</u>	<u>Beneficio de suscripción</u>		<u>Flotador a final de año</u>	
	<i>(en millones)</i>			
	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>
General Re.....	\$ 342	\$ 555	\$ 21.074	\$ 23.009
BH Reinsurance.....	1.324	1.427	24.221	23.692
GEICO.....	916	1.113	8.454	7.768
Otras.....	210	279	4.739	4.229
	<u>\$ 2.792</u>	<u>\$ 3.374</u>	<u>\$ 58.488</u>	<u>\$ 58.698</u>

Manufactura, Servicios y Minoristas

Nuestras actividades en esta parte de Berkshire cubren todo el espectro. Echemos un vistazo, sin embargo, a un resumen de la hoja de balance y de la cuenta de resultados de todo el grupo.

Hoja de balance a 31-12-08 (en millones)

<u>Activo</u>		<u>Pasivo</u>	
Tesorería y equivalentes.....	\$ 2.497	Pagarés adeudados.....	\$ 2.212
Cuentas deudoras.....	5.047	Otros pasivos corrientes.....	<u>8.087</u>
Inventario.....	7.500		
Otros activos circulantes.....	<u>752</u>	Total pasivos corrientes.....	10.299
Total activos circulantes.....	15.796	Impuestos diferidos.....	2.786
Fondo de comercio y otros intangibles..	16.515	Deuda a plazo y otros pasivos.	6.033
Activos fijos.....	16.338	Acciones.....	30.779
Otros activos.....	<u>1.248</u>		
	<u>\$ 47.897</u>		<u>\$ 47.897</u>

Cuenta de resultados (en millones)

	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>
Ingresos.....	\$ 66.099	\$ 59.100	\$ 52.660
Gastos de explotación (incluida amortización de 1.280 \$ en 2008, 955 \$ en 2007 y 823 \$ en 2006).....	61.937	55.026	49.002
Intereses.....	<u>139</u>	<u>127</u>	<u>132</u>
Ganancias antes de impuestos.....	4.023*	3.947*	3.526*
Impuestos.....	<u>1.740</u>	<u>1.594</u>	<u>1.395</u>
Ingreso neto.....	<u>\$ 2.283</u>	<u>\$ 2.353</u>	<u>\$ 2.131</u>

Este grupo tan heterogéneo, que vende productos que van desde piruletas a autocaravanas, ganó un impresionante 17,9% sobre el valor tangible neto medio el año pasado. Cabe mencionar igualmente que estas empresas hicieron un uso mínimo del endeudamiento financiero para lograr ese rendimiento. Está claro que tenemos empresas magníficas. No obstante, compramos muchas de ellas con una importante prima sobre el valor neto —lo que queda mostrado en el apunte de Fondo de Comercio de la hoja de balance—, lo que reduce las ganancias de nuestro valor *neto en libros* al 8,1%.

A pesar de que el resultado anual ha sido satisfactorio, las ganancias de muchas de las empresas del grupo se redujeron en el último trimestre del año. Las perspectivas para 2009 son peores. A pesar de ello, el grupo sigue manteniendo un fuerte poder de ganancias incluso en las actuales condiciones y continuará aportando efectivo de forma significativa a la empresa matriz. Por lo general, estas empresas mejoraron su posición competitiva el pasado año, en parte porque nuestra situación financiera nos permite realizar absorciones ventajosas. Por el contrario, nuestra competencia no realizó ningún avance (o se empezó a hundir).

La más llamativa de estas absorciones fue la que realizó Iscar a finales de noviembre sobre Tungaloy, un fabricante de pequeña herramienta japonés. Charlie y yo seguimos mirando atónitos —iy asombrados!— los logros de la dirección de Iscar. Hacernos con un gerente como Eitan Wertheimer, Jacob Harpaz o Danny Goldman cuando adquirimos una empresa es una bendición. Conseguir los tres es como si te tocara el Gordo. El crecimiento de Iscar desde nuestra adquisición ha superado todas nuestras expectativas, que ya eran altas de por sí, y la suma de Tungaloy hará que se llegue al siguiente nivel.

MiTek, Benjamin Moore, Acme Brick, Forest River, Marmon y CTB también realizaron adquisiciones el año pasado. CTB, empresa mundial de equipamiento agrícola, ha adquirido seis pequeñas empresas desde que la compramos en 2002. Por aquel entonces pagamos 140 millones de dólares por ella; el año pasado, su ganancias antes de impuestos fueron de 89 millones. Vic Mancinelli, su director general, había seguido principios de gestión «a la Berkshire» mucho antes de nuestra llegada. Se centra en lo fundamental de la gestión empresarial, haciendo día a día las cosas bien y nunca desviándose de su rumbo. Dentro de diez años Vic estará al frente de una empresa mucho mayor y, lo que es más importante, estará obteniendo mayores beneficios sobre el capital invertido.

Finanzas y productos financieros

Me extenderé aquí un poco sobre las hipotecas de Clayton Homes y me saltaré algún que otro comentario financiero, resumido en la tabla al final de la presente sección. Lo haré porque la experiencia de Clayton podría ser útil en el debate de políticas públicas sobre vivienda e hipotecas. Pero demos un poco de información previa.

Clayton es la mayor empresa en el sector de las viviendas acabadas, con 27.499 unidades entregadas al año. Esto supone un 34% del total de 81.889 viviendas. Nuestra cuota crecerá presumiblemente en 2009, en parte porque el resto del sector se encuentra en serios apuros. El total de unidades vendidas ha ido descendiendo progresivamente desde que se tocó techo en 1998 con 372.843 unidades.

Por aquel entonces, la mayoría del sector ejercía nefandas prácticas de venta. Escribiendo sobre dicho periodo pasado algún tiempo, lo describí como un

www.idealista.com, portal inmobiliario líder en España, ha realizado esta traducción al español de la carta anual de Warren Buffet a los accionistas de Berkshire Hathaway

http://www.idealista.com/informacion/warren_buffet.pdf

negocio que involucraba a «endudados que nunca debían haberse endeudado financiados por prestamistas que no debían haber prestado».

Para empezar, se hacía caso omiso a la necesidad de solicitar unas entradas razonables. Muchas veces había algo de fingimiento («A mí sí que me parece que cueste 2.000 dólares», dice un vendedor que va a recibir una comisión de 3.000 dólares si el préstamo se concede). Además, se fijaban letras mensuales imposibles de pagar por parte de los prestatarios, que firmaban porque no tenían nada que perder. Las hipotecas resultantes se empaquetaban («securitizaban») y después algunas empresas las vendían en Wall Street a inversores que no sospechaban nada. Esta cadena de locuras tenía que acabar mal, y así pasó.

Clayton, hay que dejarlo bien claro, realizaba prácticas de préstamos mucho más sensatas en aquellos tiempos. De hecho, ni uno sólo de los firmantes de las hipotecas que creó y después recolocó ha perdido ni un solo centavo del principal o de intereses. Clayton era la excepción: las pérdidas en la industria eran enormes, y la resaca nos llega hasta hoy.

El fiasco de 1997-2000 debería haber servido como una advertencia para el mercado inmobiliario convencional en general, pero los inversores, administraciones públicas y agencias de calificación no aprendieron nada de la debacle del sector de las viviendas acabadas. Al contrario. En una repetición terrorífica de aquel desastre se volvieron a cometer los mismos errores con las viviendas convencionales en el periodo 2004-2007: los prestamistas presentaban tan felices préstamos que los prestatarios no podían pagar con sus ingresos, y los prestatarios firmaban tan felices que sí que los pagarían. Ambas partes confiando en que la subida del precio de la vivienda justificase un arreglo que sería imposible de cualquier otra manera. Es como Escarlata O'Hara de nuevo: "ya lo pensaré mañana". Las consecuencias de este comportamiento se dejan sentir ahora, y mucho, en cada rincón de la economía.

Sin embargo, a finales de año la tasa de impagos de hipotecas que creamos nosotros era del 3,6%, ligeramente superior a la de 2006 y 2004 (2,9%). (De forma adicional a las hipotecas que creamos nosotros, hemos adquirido a otras instituciones financieras diferentes tipos de carteras de gran volumen). Las ejecuciones de hipotecas de Clayton supusieron un 3,0% del total, comparado con el 3,8% de 2006 y el 5,3% de 2004.

¿Por qué nuestros prestatarios, por lo general gente con ingresos modestos y calificaciones crediticias nada extraordinarias, lo sobrellevan tan bien? La respuesta es simple, volviendo directamente al Lending 101. Nuestros prestatarios compararon el pago total de su hipoteca con sus ingresos reales (no los esperados) y decidieron si podían comprometerse de esa manera. En otras palabras: se hipotecaron con la intención de pagar la hipoteca, sea cual fuere la variación en los precios de las viviendas.

Igual de importante es lo que nuestros prestatarios *no* hicieron. No contaron con pagar las letras de la hipoteca mediante refinanciación. No firmaron tasas «engañosas» que, una vez recalculadas, no se ajustaban a sus ingresos. Y no tomaron por descontado que, si sus letras empezaban a ser demasiado altas, podrían vender su vivienda con margen de beneficio incluido. Jimmy Stewart habría amado a esta gente.

Por supuesto que cierto número de nuestros prestatarios tendrá problemas. Normalmente no tienen más que unos cuantos ahorros para hacer salir adelante en

tiempos difíciles. La principal causa de impago o ejecución de una hipoteca es la pérdida del empleo, pero también son problemáticos los fallecimientos, los divorcios y los gastos médicos. Si aumenta la tasa de paro —y es seguro que lo hará en 2009— cada vez más prestatarios de Clayton tendrán problemas y nosotros tendremos cada vez más pérdidas, pero en cualquier caso todavía dentro de lo aceptable. Al menos nuestros problemas no dependerán en ningún modo de la tendencia del precio de las viviendas.

Los comentarios sobre la actual crisis inmobiliaria suelen ignorar el hecho clave de que la mayoría de las ejecuciones de hipotecas *no* ocurren porque el valor de la casa sea menor que el de la hipoteca (los llamados créditos *upside down*). Más bien, las hipotecas se ejecutan porque los prestatarios no pueden hacer frente al pago de la letra mensual que acordaron pagar. Los propietarios que pagaron una entrada razonable —de sus ahorros, no de otro préstamo— no suelen marcharse de su primera residencia porque su valor sea menor que el de la hipoteca, sino que lo hacen cuando no pueden pagar las letras mensuales.

Ser propietario de una casa es algo maravilloso. Mi familia y yo hemos disfrutado la misma casa desde hace cincuenta años y aún nos quedan muchos más. Pero el disfrute y el uso deben ser los motivos principales para la compra, no el beneficio ni las posibilidades de refinanciación. El hogar comprado debería ajustarse al nivel de ingresos del comprador.

La actual crisis inmobiliaria debe enseñar a compradores, bancos, inmobiliarias y al gobierno algunas lecciones básicas que nos permitirán tener estabilidad en el futuro. Para comprar una casa como Dios manda hay que pagar al menos el 10% de entrada y la hipoteca debe ser satisfecha cómodamente con los ingresos del prestamista, que deben ser comprobados con cuidado.

Que la gente tenga casas en propiedad, aunque sea algo deseable, no debe ser el objetivo primordial del país. Que la gente mantenga la casa que ha comprado sí debería ser el objetivo.

El negocio de préstamos de Clayton, aunque no se ve afectado por impagos de sus clientes, se ve en cualquier caso amenazado por un elemento de la crisis. Los inversores que han accedido a cualquier tipo de garantía pública —bancos con depósitos respaldados por el FDIC, grandes entidades con valores comerciales respaldados ahora por la Reserva Federal, amén de otros que hacen uso de imaginativos métodos (o ejercen presiones) para quedar al resguardo federal— tienen gastos monetarios mínimos. Por el contrario, empresas de alta calificación, como Berkshire, han de hacer frente a costes de préstamos que, en relación a las tasas del Tesoro estadounidense, se encuentran en niveles históricos. Lo que es más: hay fondos en abundancia para los prestatarios con garantías públicas, pero son más escasos para otros, no importa cuán buena sea su calidad crediticia.

Este diferencial sin precedentes en el coste del dinero hace que no sea rentable para un prestamista sin respaldo de fondos de garantía públicos el competir con los favorecidos. El gobierno determina quién puede y quién no puede. Por eso las empresas se están apresurando a convertirse en empresas de *bank holding* (controladoras de un banco), algo no factible para Berkshire.

Aunque la calidad crediticia de Berkshire es prístina, somos una de las únicas siete empresas con una calificación triple A en EE.UU., nuestro coste de

empréstito es ahora *mucho* más elevado que para los competidores con balances inestables pero con respaldo gubernamental. En este momento es mejor ser un desastre financiero con ayuda gubernamental, que una empresa sólida y estable sin ningún respaldo de la Administración.

Las extremas condiciones actuales podrían acabar pronto. En el peor de los casos, esperamos encontrar al menos una solución parcial que nos permita continuar con el negocio de préstamos de Clayton. Los beneficios de Clayton se verán sin embargo afectados si nos vemos forzados a competir durante mucho tiempo contra prestamistas apoyados por el Gobierno.

	Ganancias antes de impuestos (en mill.)	
	2008	2009
Ingresos netos de inversión.....	\$ 330	\$ 272
Seguros de vida y anualidades.....	23	(60)
Leasing.....	87	111
Financiación de vivienda acabada (Clayton)	206	526
Otros*	141	157
Ingresos antes de ganancias o pérdidas derivativas o de inversión.....	<u>\$ 787</u>	<u>\$ 1.006</u>

* Incluye 92 millones de dólares en 2008 y 85 millones en 2007 por tasas que Berkshire cobra a Clayton por uso del crédito de Berkshire.

Seguro de bonos libres de impuestos

A principios de 2008, Berkshire Hathaway Assurance Company (BHAC) comenzó a trabajar como una aseguradora de bonos libres de impuestos emitidos por Estados federados, ayuntamientos y otras entidades locales. BHAC asegura a los emisores estos valores tanto en el momento en que son vendidos al público (transacciones primarias) como después, cuando los bonos ya son propiedad de los inversores (transacciones secundarias).

A finales de 2007, el alrededor de media docena de empresas que habían sido los grandes actores del sector, acabaron teniendo problemas serios. La causa de sus problemas quedó bien resumida hace tiempo por Mae West: «Era Blancanieves pero me malogré».

Las aseguradoras *monoline* (como se conoce a las aseguradoras de bonos) aseguraban en principio sólo bonos libres de impuestos de bajo riesgo. Pero con el paso de los años, la competencia en este sector se intensificó y las tasas cayeron. Ante un futuro de estancamiento o de menores beneficios, los gerentes de las *monoline* empezaron a trabajar con instrumentos de mayor riesgo. Algunos de éstos incluían el aseguramiento de obligaciones hipotecarias sobre viviendas. Cuando los precios empezaron a caer en picado en el mercado inmobiliario, las *monoline* no supieron qué hacer.

A principios de año, Berkshire se ofreció para asumir todos los seguros emitidos sobre instrumentos libres de impuestos que estuviesen en los registros de las tres mayores *monoline*. Estas empresas se encontraban en una gravísima situación (aunque dijeran lo contrario). Habríamos cobrado una tasa del 1,5% por hacernos con las garantías sobre bonos por un valor de 822.000 millones de dólares. Si se hubiera aceptado nuestra oferta, se nos habría exigido indemnizar cualquier pérdida sufrida por los inversores propietarios de dichos bonos; una garantía que en algunos años llegaba a durar 40 años. Nuestra propuesta no era frívola: por razones que más tarde comentaremos, entrañaba importantes riesgos para Berkshire.

www.idealista.com, portal inmobiliario líder en España, ha realizado esta traducción al español de la carta anual de Warren Buffet a los accionistas de Berkshire Hathaway

http://www.idealista.com/informacion/warren_buffet.pdf

Las *monoline* rechazaron sin más nuestra propuesta, en algunos casos incluyendo un insulto o dos. Al final, sin embargo, ese rechazo resultó ser muy bueno para nosotros, porque por lo que parece había hecho una oferta muy baja.

Después de eso, firmamos alrededor de 15.600 millones en seguros en el mercado secundario. Y aquí viene lo bueno: alrededor del 77% eran bonos que ya se encontraban asegurados, en su mayor parte por las tres *monoline* mencionadas anteriormente. Estos acuerdos nos obligan a indemnizar los impagos sólo en caso de que el asegurador principal no estuviese en condiciones financieras para hacerlo.

Firmamos estos seguros por tasas que arrojan una media del 3,3%. Es cierto: nos pagan por ser los segundos en pagar mucho más que el 1,5% que habríamos cobrado si hubiésemos sido los primeros en pagar. En un caso extremo incluso hemos acordado ser los *cuartos* en pagar, recibiendo aún así tres veces la prima del 1% cobrada por la *monoline* que sigue siendo la *primera* en pagar. En otras palabras, tres *monoline* tienen que ir a la bancarrota antes de que nosotros tengamos que firmar un cheque.

Dos de las tres aseguradoras *monoline* a las que habíamos hecho nuestra oferta aumentaron después considerablemente su capital. Esto, por supuesto, nos beneficia directamente, puesto que hace menos probable que tengamos que pagar, al menos a corto plazo, cualquier solicitud de indemnización porque esas dos *monoline* no puedan hacerlo. Además de este registro de contratos secundarios, hemos firmado contratos primarios por 3.700 millones de dólares por una prima de 96 millones. En los primarios somos por supuesto los primeros en pagar si el emisor tiene problemas.

Tenemos mucho más capital detrás del seguro que firmamos que cualquier otra *monoline*. Consecuentemente, nuestra garantía es mucho más valiosa que la suya. Esto explica por qué muchos inversores sofisticados nos han comprado un seguro secundario a pesar de ya estar asegurados por otra *monoline*. BHAC no sólo se ha convertido en la compañía de seguros de preferencia, sino en algunos casos en la única compañía de seguros aceptada por los titulares de los bonos.

No obstante seguimos siendo muy cuidadosos con los contratos que firmamos y seguimos observándolo como si tuviésemos poca certeza de que este negocio al final nos será rentable. La razón es simple, pero nunca he visto la más mínima referencia a ello de ningún analista, agencia de calificación o director general de una *monoline*.

La razón que se esconde detrás de las muy bajas primas para asegurar instrumentos libres de impuestos es que la tasa de impagos ha sido históricamente muy baja. Pero eso refleja ampliamente la experiencia de las entidades que emitían bonos *no asegurados*. Antes de 1971 no existían los seguros para bonos libres de impuestos, e incluso después la mayoría de bonos siguió sin estar asegurado.

Un escenario de instrumentos libres de impuestos completamente cubierto por un seguro ciertamente tendría un nivel de pérdidas algo diferente a un grupo de bonos no asegurado, pero en otro modo similares; la única cuestión es cuán diferentes. Para entender por qué, volvamos a 1975, cuando la ciudad de Nueva York se encontraba al borde de la quiebra. Por aquel entonces, la mayoría de sus bonos —en principio no asegurados— se encontraban en manos de los residentes más ricos de la ciudad, así como de los bancos de Nueva York y otras instituciones. Estos titulares locales de bonos deseaban ardientemente solucionar los problemas

fiscales de la ciudad. Pronto, las concesiones y la cooperación de un gran número de particulares implicados dieron con una solución. Sin ella, todos pensaban que los ciudadanos y las empresas de Nueva York habrían sufrido amplias y fuertes pérdidas económicas en sus participaciones en bonos.

Ahora, imaginemos que todos los bonos de la ciudad hubiesen estado asegurados por Berkshire. ¿Habrían existido los mismos duros ajustes, subidas de impuestos, concesiones laborales, etc.? Por supuesto que no. A la mínima se habría solicitado que Berkshire realizase su parte de sacrificio. Y teniendo en consideración cuán grandes son nuestros bolsillos, la contribución exigida habría sido importante.

Las administraciones locales van a tener que hacer frente en un futuro a problemas fiscales mucho más serios que los que tienen ahora. Las pensiones de las que hablé en mi informe del año pasado serán uno de los principales problemas. Seguro que muchas administraciones municipales y de los Estados se quedaron horrorizadas al ver la situación de sus fondos a finales de 2008. La diferencia entre los activos y una valoración actuarial realista de las obligaciones presentes es simplemente pavorosa.

Cuando se tengan que enfrentar a grandes déficit en los ingresos, las comunidades que tengan todos sus bonos asegurados serán más propensas a desarrollar «soluciones» menos favorables a los titulares de bonos que aquéllas cuyos bonos no están asegurados y se encuentran en manos de sus residentes y bancos locales. También es probable que las pérdidas en el campo de los instrumentos libres de impuestos, cuando lleguen, estén bien repartidas entre los emisores. Si algunas comunidades no pagan bien a sus acreedores y se salen con la suya, las posibilidades de que otros sigan sus pasos crece. ¿Qué alcalde o ayuntamiento va a preferir hacer daño a sus ciudadanos con una importante subida impuestos a hacer daño a una lejana aseguradora de bonos?

Así que asegurar instrumentos libres de impuestos parece ser una empresa arriesgada hoy en día. Una empresa con similitudes, de hecho, a los seguros por catástrofes naturales. En ambos casos, una serie de años sin pérdidas puede estar seguida de una experiencia devastadora que acabe con los beneficios logrados anteriormente, y más. Por lo tanto, intentaremos avanzar con cuidado en este sector, evitando muchas clases de bonos sobre los que otras aseguradoras *monoline* se abalanzan.

En otras áreas financieras ya aparece el tipo de falacia que supone proyectar las pérdidas que se dan en un ámbito de bonos no asegurados sobre otro ámbito dudosamente similar en el cual la mayoría de los bonos están asegurados. Todos los modelos de este tipo son susceptibles de cometer este mismo error. No obstante, en los mercados financieros se los anuncia como las guías para actuar en el futuro. (Si mirar los resultados financieros del pasado bastase para averiguar el futuro, la lista Forbes 400 serían todos bibliotecarios.)

De hecho, las increíbles pérdidas relacionadas con valores basados en hipotecas son en gran parte consecuencia de modelos erróneos basados en series históricas, utilizados por comerciales, agencias de calificación e inversores. Éstos miraron las pérdidas en periodos en los que los precios de las viviendas crecían sólo de forma moderada y la especulación inmobiliaria era insignificante, e hicieron de estas series los criterios para evaluar futuras pérdidas. Ignoraron alegremente el hecho de que los precios de las viviendas se habían disparado recientemente, las

prácticas de concesión de préstamos se habían deteriorado y que muchos compradores optaron por casas que no se podían permitir. En pocas palabras: el escenario «pasado» y el escenario «presente» tienen características muy diferentes. No obstante, tanto prestamistas como las administraciones y los medios de comunicación cometieron el error de no darse cuenta de este importante hecho.

Los inversores deberían mostrarse escépticos antes modelos basados en series históricas. Desarrollados por una panda de gente, que habla como empollones y usa términos esotéricos del tipo beta, gamma, sigma y demás, estos modelos suelen impresionar. Con demasiada frecuencia, sin embargo, los inversores olvidan examinar las hipótesis que se esconden tras los símbolos. Nuestro consejo: cuidado con los frikis y sus fórmulas.

Una posdata sobre BHAC: Os estaréis preguntando quién maneja esta empresa. Mientras que yo ayudo con las políticas, el trabajo pesado lo realizan en su totalidad Ajit y su equipo. Puede que ya generasen anualmente un flotador de 24.000 millones de dólares, amén de cientos de millones de beneficios por suscripciones, pero, ¿cuán ocupado puede mantener esa tarea a un equipo de 31 personas? Charlie y yo decidimos que ya era hora de que hiciesen un trabajo a tiempo completo.

Inversiones

Debido a las reglas de contabilidad, este año dividimos nuestras grandes participaciones mediante acciones ordinarias en dos categorías. La tabla de abajo, que presenta la primera categoría, detalla las inversiones de nuestra hoja de balance a valor de mercado y que tenía un valor a cierre del ejercicio de más de 500 millones de dólares.

31-12-08				
<u>Acciones</u>	<u>Empresa</u>	<u>% de participación en la empresa</u>	<u>Coste*</u>	<u>Mercado</u>
<i>(en millones)</i>				
151.610.700	American Express Company.....	13,1	\$ 1.287	\$ 2.812
200.000.000	The Coca-Cola Company.....	8,6	1.299	9.054
84.896.273	ConocoPhillips.....	5,7	7.008	4.398
30.009.591	Johnson & Johnson.....	1,1	1.847	1.795
130.272.500	Kraft Foods Inc.	8,9	4.330	3.498
3.947.554	POSCO.....	5,2	768	1.191
91.941.010	The Procter & Gamble Company.....	3,1	643	5.684
22.111.966	Sanofi-Aventis.....	1,7	1.827	1.404
11.262.000	Swiss Re.....	3,2	773	530
227.307.000	Tesco plc.....	2,9	1.326	1.193
75.145.426	U.S. Bancorp.....	4,3	2.337	1.879
19.944.300	Wal-Mart Stores, Inc.	0,5	942	1.118
1.727.765	The Washington Post Company.....	18,4	11	674
304.392.068	Wells Fargo & Company.....	7,2	6.702	8.973
	Otros.....		6.035	4.870
	Total Acciones Ordinarias en Mercado....		<u>\$ 37.135</u>	<u>\$ 49.073</u>

* Este es nuestro precio real de adquisición y también nuestra base impositiva. El coste establecido en los PGC difiere en algunos casos por los aumentos o descensos en los valores contables exigidos.

Adicionalmente, poseemos participaciones en Moody's y en Burlington Northern Santa Fe que llevamos ahora al valor contable (nuestro coste más los beneficios retenidos desde nuestra adquisición, menos los impuestos que

deberíamos pagar si obtuviésemos como dividendos dichos beneficios). Este tratamiento contable se suele exigir cuando el porcentaje de participación en una empresa alcanza el 20%.

Hace algunos años compramos el 15% de Moody's y desde entonces no hemos vuelto a adquirir una acción. No obstante, Moody's ha vuelto a comprar sus propias acciones y, a finales de 2008, dichas readquisiciones redujeron sus acciones en circulación hasta el punto de que nuestra participación subió por encima del 20%, Burlington Northern también ha readquirido acciones, pero nuestra participación en ella ha superado el 20% principalmente porque hemos continuado adquiriendo acciones.

A menos que cambien los hechos o las normas, verán ustedes estas participaciones reflejadas en nuestra hoja de balance bajo «contabilidad de valores», cualquiera que sea su precio de mercado. También verán la participación en sus ganancias (menos impuestos aplicables) incluidas regularmente en nuestras ganancias trimestrales y anuales.

Antes les comenté que este año había cometido un error importante (o quizá más, pero éste destaca). Sin que Charlie ni nadie más me instara a ello, compré una buena cantidad de acciones de ConocoPhillips cuando los precios del gas y el petróleo estaban llegando a su máximo. De ninguna manera me podía imaginar el descenso brutal que sufrieron los precios de la energía en el segundo semestre del año. Sigo creyendo que las posibilidades de que el petróleo se venda en el futuro a más de los actuales 40 ó 50 dólares son buenas, pero hasta ahora he estado terriblemente equivocado. Incluso si los precios subieran, mi desastroso cálculo le ha costado ya a Berkshire varios miles de millones de dólares.

También he cometido algún otro error. Han sido menores, pero no *tan* pequeños. En 2008 gasté 244 millones de dólares en dos bancos irlandeses que me parecieron baratos. A final del ejercicio ajustamos el precio de dichas acciones al precio de mercado: 27 millones de dólares, un 89% de pérdida. Desde entonces, el valor de dichas acciones ha bajado incluso más. En la jerga del tenis se podría calificar mis errores de «no forzados».

En el lado positivo del año pasado, realizamos compras por un total de 14.500 millones de dólares en valores de renta fija emitidos por Wrigley, Goldman Sachs y General Electric. Nos gustan mucho estas adquisiciones, que nos deparan altos beneficios corrientes que, de por sí, hacen que la inversión sea ya satisfactoria. No obstante, en cada una de estas compras adquirimos también una parte sustancial en forma de prima. Para sufragar estas grandes adquisiciones, tuve que vender parte de algunas participaciones que habría preferido mantener (principalmente de Johnson & Johnson, Procter & Gamble y ConocoPhillips). No obstante, me he comprometido con ustedes, las agencias de calificación y conmigo mismo a dirigir Berkshire siempre con un margen de efectivo muy amplio. No queremos contar con la buena voluntad de extraños para hacer frente a las obligaciones del mañana. Si se me obliga a elegir, no cambiaría ni una sola noche de descanso por la oportunidad de un beneficio extra.

Las inversiones han pasado de infravalorar el riesgo a sobrevalorarlo. Este cambio no ha sido poco importante: la goma ha hecho un recorrido enorme. Hace unos años era impensable obtener rendimientos como los actuales de bonos municipales o empresariales incluso mientras las administraciones, exentas de riesgo, ofrecían beneficios cercanos al cero sobre bonos a corto plazo y no mucho mayores a largo. Cuando se escriba la historia financiera de esta década, con total

seguridad hablará de la burbuja de las «punto com» de finales de los noventa y de la inmobiliaria de principios de esta década, pero la burbuja de los bonos del Tesoro estadounidense de 2008 puede ser considerada casi igual de importante.

Aferrarse a la liquidez o similares, o a bonos a largo plazo del gobierno con los márgenes actuales es una política terrible si se prolonga en el tiempo. Los titulares de estos instrumentos, por supuesto, se han sentido cada vez más cómodos —casi en la gloria, de hecho— al seguir estas políticas cuando se ha armado el lío financiero. Ven corroborada su decisión cuando oyen a los comentaristas proclamar que «el efectivo es el rey», incluso aunque ese maravilloso efectivo son ganancias cercanas a cero y verá roído su poder adquisitivo con el paso del tiempo.

La aprobación de los demás no es el objetivo de invertir. De hecho, la aprobación es contraproducente porque anestesia el cerebro y lo hace menos receptivo a nuevos hechos o a re-examinar las conclusiones a las que llegaste antes. Cuidado con las inversiones que generan aplausos. Los grandes movimientos son a menudo recibidos con bostezos.

Productos derivados

Los productos derivados son peligrosos. Han incrementado de forma drástica el apalancamiento y los riesgos en nuestro sistema financiero. Han hecho que sea casi imposible para los inversores entender y analizar nuestros mayores bancos comerciales y de inversión. Permitieron a Fannie Mae y Freddie Mac realizar innumerables declaraciones erróneas de ganancias durante años. Tan arcanas eran ambas entidades que su regulador federal, OFHEO, cuyos más de cien empleados no tenían otro trabajo que supervisar estas dos instituciones, ni se dieron cuenta de los tejemanejes contables.

De hecho, los últimos acontecimientos han demostrado que algunos renombrados directores generales (o ex directores generales) de importantes instituciones financieras simplemente no estaban capacitados para gestionar un negocio con una contabilidad compleja llena de derivados. Inclúyanos a Charlie y a mí en este desdichado grupo: cuando Berkshire compró General Re en 1998, sabíamos que nuestras cabezas no daban de sí para manejar una contabilidad de 23.218 contratos de derivados, firmados con 884 socios, de muchos de los cuales ni siquiera habíamos oído hablar. Así que decidimos cerrar el negocio. A pesar de no estar bajo presión y de operar en mercados propicios cuando salimos, tardamos cinco años y nos costó más de 400 millones de dólares en pérdidas cumplir con esa tarea. Después de marcharnos, nuestros sentimientos sobre el negocio se podían describir con un verso de una canción de country: «Me gustabas mucho más antes de llegar a conocerte tan bien».

Mayor "transparencia", la solución favorita de políticos, analistas y reguladores para evitar futuros descarrilamientos, no es el remedio para los problemas que plantean los derivados. No conozco ningún mecanismo de información que describa o mida ni de lejos los riesgos de una enorme y compleja cartera de derivados. Los auditores no pueden auditar estos contratos y los reguladores no pueden regularlos. Cuando leo las páginas de "advertencia" de compañías metidas en enredos con estos instrumentos, lo único que acabo sabiendo es que no sé qué hay en sus carteras (y después me tengo que tomar una aspirina).

Para ver la efectividad regulatoria con un caso concreto, veamos más de cerca el ejemplo de Freddie y Fannie. Estas enormes instituciones fueron creadas por el Congreso estadounidense, sobre las cuales mantuvo el control y dictaminaba qué podían y qué no podían hacer. Para facilitar esta labor de supervisión, el Congreso creó OFHEO en 1992, exhortándole a asegurar que estos dos gigantes se portaban bien. De esta manera, Fannie y Freddie se convirtieron en las dos empresas más intensamente reguladas que conozco, en virtud de la cantidad de personal dedicada a dicha supervisión.

El 15 de junio de 2003, OFHEO (cuyos informes anuales están en Internet) envió su informe de 2002 al Congreso, más concretamente a sus cuatro jefes en el Senado y en la Cámara de Representantes, entre los cuales se encontraban SS.SS. Sarbanes y Oxley. Las 127 páginas del informe incluían un encabezado autocomplaciente: «Celebrando 10 años de excelencia». La carta e informe fueron enviados nueve días *después* de que los directores ejecutivo y financiero de Freddie se viesen obligados a dimitir y el director general fuese despedido. No se hacía mención en la carta a estas salidas, e incluso el informe concluía, como era costumbre, que «ambas empresas se encuentran con buena salud financiera y están bien gestionadas».

En realidad, ambas empresas habían cometido enormes irregularidades contables desde hacía un tiempo. Finalmente, en 2006, OFHEO emitió un demoledor informe de 340 páginas sobre los errores de Fannie que, más o menos, culpaba del fiasco a todo el mundo menos —a ver si lo adivinan— al Congreso y a OFHEO.

La caída de Bear Stearns pone de relieve el problema que supone las relaciones entre las partes en las transacciones de derivados, una bomba de relojería sobre la que hablé por primera vez en el informe de Berkshire de 2002. El 3 de abril de 2008, Tim Geithner, el entonces hábil presidente de la Reserva Federal de Nueva York, explicaba la necesidad de un rescate: «El reciente descubrimiento por parte de quienes habían firmado derivados con Bear de que ya no se encontraban operativas las importantes posiciones financieras que habían firmado para protegerse de riesgos financieros, han provocado importantes desajustes en los mercados. Esta ha precipitado que los clientes de Bear hayan querido liquidar la garantía secundaria que mantenían frente a dichas posiciones e intentar replicar dichas posiciones en mercados muy frágiles». O lo que es lo mismo: hemos actuado para evitar una reacción en cadena financiera de magnitud impredecible. En mi opinión, la Reserva hizo bien en actuar así.

Una operación normal con acciones o bonos se completa en pocos días, tras los que una de las partes obtiene su dinero en efectivo y la otra sus valores. El riesgo de contraparte desaparece rápidamente, lo que significa que los problemas de crédito no se acumulan. Este rápido proceso de transacción es fundamental para mantener la integridad de los mercados. De hecho, ésa es la razón por la que la Bolsa de Nueva York y el NASDAQ redujeron el periodo de transacción de cinco a tres días en 1995.

Por su parte, los contratos de derivados suelen estar sin liquidarse durante años, o incluso décadas, tiempo en el cual cada una de las partes no dejan de aumentar sus derechos sobre la otra. Este tipo de activos y pasivos, a menudo difícil de cuantificar, pasan a ser parte importante de las hojas de balance, a pesar de que estas partidas no se validen en años. Además se empieza a tejer una temible red de interdependencia entre las grandes instituciones financieras. Las deudas por valor de miles de millones de dólares se concentran en manos de unos

cuantos agentes importantes aptos para endeudarse también de otras maneras. Los participantes que intentan evitar problemas se encuentran ante los mismos que tiene alguien que quiere evitar una enfermedad venérea: no sólo se trata de con quién te acuestes, sino con quién se acueste con quien te acuestas.

Acostarse con varias personas —por seguir con la metáfora— puede ser útil para grandes agentes de productos derivados porque así se aseguran la ayuda estatal si hay problemas. En otras palabras: sólo las empresas que tengan problemas que puedan infectar a todo el barrio, y no mencionaré nombres, recibirán la atención de las administraciones (un resultado justo, aunque sea triste decirlo). De esta irritante realidad surge la *Gran Ley de Supervivencia Empresarial* para ambiciosos consejeros delegados que amontonan deuda y balances insondables de derivados: ser ligeramente incompetente no es suficiente, para sobrevivir necesitan gigantescos desastres de consecuencias imprevisibles.

Teniendo en cuenta el panorama dantesco que acabo de describir, puede que se pregunten por qué Berkshire ha firmado 251 contratos de productos derivados (además de los utilizados con fines operativos por MidAmerican y los pocos que quedan de General Re). La respuesta es simple: creo que se calculó mal desde un principio el valor de todos esos contratos, a veces de forma tremenda. Fui yo por lo general quien comenzó estas posiciones y quien las controla, una responsabilidad que encaja con mi creencia de que el director ejecutivo de cualquier organización financiera debe ser también su director de riesgos. Si perdemos dinero con estos derivados, será mi culpa.

Nuestros productos derivados exigen que la otra parte contratante nos realice pagos cuando se firman. Por lo tanto Berkshire siempre mantiene el dinero, lo que hace que no asumamos grandes riesgos de contraparte. A final del ejercicio, los pagos que se nos realizaron menos las pérdidas que hemos pagado —nuestro flotador de derivados, por así decirlo— sumaban 8.100 millones de dólares. Este flotador es similar al de seguros: aunque no saquemos un beneficio en una transacción subyacente, al menos habremos podido disfrutar el uso de dinero gratis durante mucho tiempo. Aunque no es seguro, nuestra esperanza es sacar al menos algún beneficio y que los ingresos derivados de las inversiones sean la guinda del pastel.

Tan sólo un pequeño porcentaje de nuestros contratos requiere garantía secundaria en caso de que el mercado nos sea desfavorable. Incluso en las caóticas condiciones que se dieron en el último trimestre del pasado año, tuvimos que pagar menos del 1% de nuestra cartera de valores. (Cuando anotamos una garantía, la depositamos con terceras partes, reteniendo mientras tanto los beneficios derivados de los valores depositados). En nuestro informe de 2002 ya avisamos de la gran amenaza que suponen los requisitos de contabilidad, reflejo de lo que vimos el año pasado en una gran variedad de instituciones financieras, como por ejemplo Constellation Energy, que estaba a unas horas de declararse en quiebra cuando MidAmerican llegó para efectuar su rescate.

Nuestros contratos se pueden dividir en cuatro grandes categorías. Que me disculpen aquéllos a los que no fascinen los instrumentos financieros, pero los voy a explicar al detalle:

- Nos hemos sumado modestamente al *equity put* (opción de compra de valores) al que hacía referencia en mi informe del año pasado. Algunos de nuestros contratos vencen en 15 años, otros en 20. Hemos de pagar a la otra parte contratante si al vencimiento el valor

del índice de referencia al cual se haya ligado la opción de venta es menor al valor que tenía en la firma del contrato. Ninguna de las partes puede liquidarlo antes, sino que sólo cuenta el precio en la fecha final.

Para ilustrarlo un poco, vendemos un contrato de opción de compra a quince años por 1.000 millones de dólares ligado al S&P 500 cuando dicho índice está, por ejemplo, en 1.300. Si el índice está en 1.170 (-10%) en la fecha de vencimiento, pagaríamos 100 millones de dólares. Si está por encima, no debemos nada. Para que perdamos los 1.000 millones el índice debería bajar a cero. Mientras tanto, la venta de la opción nos habría reportado una prima —entre 100 y 150 millones de dólares— que podríamos haber invertido en lo que quisiéramos.

Nuestros contratos de opciones suman 37.100 millones de dólares (a tipos de cambio actuales) y se reparten entre cuatro de los principales índices: el S&P 500 en EE.UU., el FTSE 100 en el Reino Unido, el Euro Stoxx 50 en Europa y el Nikkei 225 en Japón. Nuestro primer contrato vence el 9 de septiembre de 2019 y el último el 24 de enero de 2028. Hemos recibido primas por valor de 4.900 millones de dólares, que ya hemos invertido. Mientras tanto, nosotros no hemos tenido que pagar nada, ya que las fechas de vencimiento están en un futuro lejano. No obstante, hemos utilizado métodos de valoración de Black-Scholes para registrar una deuda a final de ejercicio de 10.000 millones de dólares, cantidad que variará con cada informe. La dos partidas financieras (la pérdida estimada de 10.000 millones menos los 4.900 millones en primas que hemos recibido) significa que hasta ahora tenemos una pérdida calculada sobre el precio de mercado de 5.100 millones de dólares por estos contratos.

Realizamos la contabilidad basándonos en los precios de mercado. No obstante explicaré más tarde por qué creo que la fórmula de Black-Scholes —a pesar de ser el estándar para establecer las obligaciones del dólar en opciones— produce extraños resultados cuando se trata de elementos a largo plazo.

Un punto de nuestros contratos que no se suele entender: para que perdamos los 37.100 millones de dólares que hemos arriesgado, todas las acciones de los cuatro índices deberían ser cero en las respectivas fechas de vencimiento. Si, por ejemplo, todos los índices pierden un 25% de su valor a fecha de inicio de cada uno de los contratos y los tipos de cambio no variasen, deberíamos alrededor de 9.000 millones de dólares, pagaderos entre 2019 y 2028. Entre el inicio de los contratos y esas fechas habremos obtenido los 4.900 millones en primas, además de las ganancias derivadas de su inversión.

- La segunda categoría que describimos en el informe del pasado año hace referencia a productos derivados por los que tenemos que pagar cuando hay pérdidas en empresas incluidas en varios índices de amplios márgenes. Nuestro contrato estándar cubre un periodo de cinco años y abarca cien empresas. El año pasado ampliamos modestamente nuestra posición en esta categoría pero, por supuesto,

los contratos contabilizados a finales del ejercicio 2007 están ya un año más cerca del vencimiento. En general, nuestros contratos tienen una vigencia media de dos años y cuatro meses: el primer vencimiento será el 20 de septiembre de 2009 y el último el 20 de diciembre de 2013.

A finales del ejercicio hemos recibido primas por valor de 4.900 millones de dólares por estos contratos y hemos pagado pérdidas por 542 millones. Utilizando los principios de cálculo a precios del mercado, tenemos obligaciones por futuras pérdidas que suman 3.000 millones de dólares. Por lo tanto, a esa fecha teníamos una pérdida de unos 100 millones de dólares, resultado de restar a los 3.500 millones de pérdidas pagadas y estimadas para el futuro los 3.400 millones recibidos en primas. No obstante, en nuestros informes trimestrales la cantidad de pérdidas o ganancias ha variado ampliamente de 327 millones de beneficio en el segundo trimestre de 2008 a 693 millones de pérdidas en el cuarto.

De forma sorprendente, el año pasado hicimos pagos de tan sólo 97 millones de dólares por estos contratos, mucho menos que la cifra que estimé cuando decidimos firmarlos. No obstante, las pérdidas se han acelerado este año con el alto número de importantes bancarrotas. En la carta del año pasado les decía que esperaba que estos contratos nos diesen beneficios cuando venciesen. Ahora, con la recesión incrementándose a un ritmo vertiginoso, la posibilidad de eventuales pérdidas ha aumentado. Sea cual sea el resultado, los mantendré informados.

- En 2008 hemos empezado a suscribir *swap* por impago de créditos sobre empresas concretas. Es un seguro de crédito simple, similar al que suscribimos en BHAC, excepto que en este caso asumimos el riesgo de crédito de empresas en vez de emisores de instrumentos libres de impuestos.

En caso, digamos, de que la empresa XYZ se declarase en quiebra y hubiésemos suscrito un contrato de 100 millones de dólares, estaríamos obligados a pagar una cantidad que reflejase la contracción en valor de una cantidad comparable de deuda de XYZ. Por ejemplo, si los bonos de la empresa se venden a 30 después del impago, deberíamos 70 millones de dólares. Con un contrato típico, recibimos pagos trimestrales durante cinco años, después de los cuales vence nuestro seguro.

A final del ejercicio habíamos suscrito contratos por valor de 4.000 millones de dólares con 42 empresas, por los que recibimos primas anuales por valor de 93 millones de dólares. Es el único negocio con derivados que firmamos que tiene riesgo de contraparte: la parte que firma el contrato con nosotros debe tener buena salud para poder hacer frente a los pagos trimestrales que nos deberá pagar en los siguientes cinco años. No es probable que amplíemos en absoluto este negocio, puesto que la mayoría de los suscriptores de este tipo de seguros insisten en que el asegurador fije garantías secundarias, y no estamos dispuestos a ello.

- A petición de nuestros clientes suscribimos unos cuantos seguros de bonos libres de impuestos similares a los suscritos por BHAC, pero estructurados como productos derivados. La única diferencia significativa es que para los derivados se exige contabilidad a precios de mercado, mientras que BHAC requiere la contabilidad estándar.

Esta diferencia puede producir algunos resultados extraños. Los bonos cubiertos —asegurados, en definitiva— por estos derivados son en gran parte obligaciones generales de los Estados federados, y no nos suponen ningún problema. No obstante, a final del ejercicio, la contabilidad a precios de mercado nos exigía registrar una pérdida de 631 millones de dólares por esos contratos de derivados. Si hubiésemos asegurado esos bonos al mismo precio en BHAC, y utilizado la contabilidad acumulativa requerida a las aseguradoras, habríamos registrado un pequeño beneficio anual. Al final, el resultado final de los dos métodos que utilizamos para asegurar los bonos será el mismo. A corto plazo, sin embargo, la variación en los beneficios declarados puede ser importante.

Les hemos contado antes que nuestros contratos de derivados, sujetos a contabilidad a precios de mercado, producirán variaciones importantes en las ganancias que anunciemos. Estas subidas y bajadas ni nos alegran ni nos preocupan a Charlie y a mí. De hecho, las bajadas pueden ser beneficiosas al ofrecernos la oportunidad de ampliar una posición en condiciones favorables. Espero que esta explicación de nuestra forma de negociar haga que ustedes piensen de forma similar.

La fórmula de Black-Scholes se ha convertido casi en una sagrada escritura en el mundo de las finanzas. La usamos cuando valoramos nuestras opciones de compra al hacer informes financieros. Para realizar el cálculo es importante tener una fecha de vencimiento y un precio de compra, así como las estimaciones de un analista en cuanto a volatilidad, tipos de interés y dividendos.

No obstante, si se aplica la fórmula a amplios periodos de tiempo, puede producir resultados absurdos. Siendo justos, es casi seguro que Black y Scholes entendieron el asunto, pero sus fieles seguidores puede que estén ignorando todos los avisos que estos dos personajes realizaron al enunciar la fórmula.

Al probar una teoría, normalmente es útil llevarla a los extremos. Así pues, supongamos que vendemos una opción de 1.000 millones de dólares a 100 años ligada al S&P 500 por un precio de compra de 903 (el valor del índice a 31-12-08). Usando la previsión de volatilidad utilizada para contratos a largo plazo que utilizamos, y combinándola con apropiadas previsiones sobre intereses y dividendos, deduciríamos que la prima «apropiada» para este contrato es de 2,5 millones de dólares, según Black-Scholes.

Para juzgar la racionalidad de dicha prima, hemos de evaluar si dentro de un siglo el S&P tendrá un valor menor que el actual. Por seguro que el dólar valdrá sólo una fracción de lo que vale hoy (con sólo un 2% de inflación valdría apenas unos 14 centavos), así que ése será un factor que empuje el valor del índice hacia arriba. Mucho más importante, no obstante, es que cien años de ganancias retenidas incrementarán de forma ostensible el valor de la mayoría de empresas del

índice. En el siglo XX, el Dow Jones ha multiplicado por 175 su valor, principalmente por las ganancias retenidas.

Tomando todo esto en consideración, creo que la probabilidad de que el valor del índice baje en cien años es *mucho* menor que el 1%. Pero usemos este dato y supongamos que la rebaja más probable —si hubiese alguna— es del 50%. Con estas previsiones, la previsión matemática de pérdidas por nuestro contrato sería de 5 millones de dólares (1.000 millones de dólares x 1% x 50%).

Si hubiésemos recibido la teórica prima de 2,5 millones de dólares, tendríamos que haber invertido a tan sólo un 0,7% compuesto anual para cubrir esta previsión de pérdidas. Todo lo ganado de más serían beneficios. ¿Les gustaría adquirir un préstamo de dinero a cien años al 0,7%?

Veamos el ejemplo en el peor de los casos. Recuerden que el 99% de los casos no pagaríamos nada si mis previsiones son correctas. Pero incluso en el peor de los casos dentro del restante 1% de posibilidades —es decir, asumiendo la pérdida total de los 1.000 millones de dólares— nuestro coste de préstamo sería tan sólo del 6,2%. Claramente, o bien mis cálculos son absurdos o la fórmula es inapropiada.

La ridícula prima que Black-Scholes dictamina para mi ejemplo extremo viene causada por la inclusión de la volatilidad en la fórmula y por el hecho de que la volatilidad la determina la cantidad de títulos que se han estado moviendo en un periodo ya pasado de días, meses o años. Esta medida es simplemente irrelevante a la hora de calcular series de valores basados en la probabilidad para la economía estadounidense dentro de cien años. Es como si, por ejemplo, recibiesen todos los días de un vecino maníaco-depresivo la cotización sobre una finca, y utilizaran la volatilidad calculada en base a esas variadas cotizaciones como factor importante para establecer una ecuación que predijese una serie de valores de la finca dentro de cien años basados en la probabilidad.

A pesar de que la volatilidad es un concepto útil —pero no a prueba de tontos— para valorar las opciones a corto plazo, su utilidad disminuye a medida que se alarga la duración de la opción. En mi opinión, las valoraciones que ahora realiza la fórmula Black-Scholes sobre nuestras opciones a largo plazo sobrevaloran nuestro pasivo, aunque dicha sobrevaloración disminuirá a medida que se acerquen los vencimientos.

Aun así, continuaremos haciendo uso de Black-Scholes cuando hagamos una estimación de nuestro pasivo para opciones de compra a largo plazo. Esta fórmula representa sabiduría convencional y cualquier fórmula sustituta que pudiera ofrecer no generaría más que un extremo escepticismo. Es perfectamente comprensible: los directores generales que han desarrollado sus propios sistemas de valoración para esotéricos instrumentos financieros no suelen haber cometido errores del lado del conservadurismo. Charlie y yo no tenemos ningún interés en unirnos a ese club de optimistas.

La Junta General de Accionistas

La Junta de este año se celebrará el sábado 2 de mayo. Como siempre, las puertas del Qwest Center se abrirán a las 7.00 y se proyectará un nuevo vídeo sobre Berkshire a las 8.30. A las 9.30 iremos directamente al turno de preguntas que durará hasta las 15.00, con un descanso para el almuerzo en el propio Qwest. Después, tras un breve receso, Charlie y yo nos dirigiremos a la Junta a las 15.15.

Si deciden marcharse durante los turnos de preguntas, háganlo cuando hable Charlie.

La mejor razón para irse es, por supuesto, ir de compras. Le ayudaremos a hacerlo llenando con productos de filiales de Berkshire los 18.000 metros cuadrados del hall adyacente a la sala donde se celebrará la Junta. El año pasado, las 31.000 personas que se acercaron a la Junta aportaron su granito y casi todos los puestos lograron ventas récord, pero seguro que este año lo podéis superar. Un aviso amistoso: si veo que las ventas son menores, cierro las salidas con llave.

Este año Clayton mostrará su nueva *i-house*, que incluye suelos de Shaw, aislantes de Johns Manville y ferretería de MiTek. Esta innovadora casa «verde», con paneles solares y otros dispositivos de ahorro de energía, es en verdad la casa del futuro. Los gastos diarios totales de energía y calefacción serán de tan sólo un dólar en una zona como Omaha. Después de comprar la *i-house* debería pensar en comprarse la autocaravana y la barca de recreo de Forest River que se encontrarán cerca en exposición. Haga que sus vecinos sientan envidia.

GEICO tendrá un stand con algunos de los mejores consejeros de todo el país, todos listos para proporcionarle un presupuesto de seguro para el coche. En la mayoría de los casos, GEICO le podrá ofrecer un descuento de accionista (por lo general del 8%). Esta oferta especial está permitida en 44 de las 50 áreas en las que operamos. (Un punto adicional: el descuento no es acumulable si ya le corresponde otro descuento, como los ofrecidos a ciertos grupos). Traiga los detalles de su póliza actual y compruebe si podemos ahorrarle dinero. Estoy seguro de que podemos al menos a la mitad de ustedes.

El sábado, en el aeropuerto de Omaha, tendremos la tradicional serie de aviones de NetJets lista para que la visite. Deténgase en el stand de NeJets en el Qwest Center para saber más datos acerca de cómo ver estos aviones. Venga a Omaha en autobús y vuelva en su nuevo avión. Y llévese consigo, sin miedo al detector de metales, los cuchillos Ginsu que ha comprado en el stand de nuestra filial Quikut.

A continuación, si sigue teniendo dinero, visite The Bookworm, que tendrá a la venta alrededor de 30 libros y DVD. Habrá un servicio de envío para aquéllos cuya sed de conocimiento supere su capacidad de carga.

Para finalizar, tendremos tres fascinantes coches en el pabellón, incluidos uno del pasado y otro del futuro. Paul Andrews, director general de nuestra filial TTI, traerá su Duesenberg de 1935, un automóvil que perteneció en su época a Forrest Mars Sr., ascendiente de nuestros nuevos socios en la compra de Wrigley. El futuro estará representado por un nuevo coche eléctrico desarrollado por BYD, una increíble empresa china de la cual poseemos el 10%.

En un anexo a los documentos de representación que encontrarán adjuntos a este informe, se explica cómo obtener las acreditaciones que necesitan para poder acceder a la Junta y a los demás eventos. Tanto para las reservas de avión, hotel y coche hemos contratado de nuevo a American Express (+1 800 799 6634) para que le ofrezcan una ayuda especial. Carol Pedersen, que es la encargada de estos asuntos, realiza una labor encomiable año tras año para nosotros, y se lo agradezco. Puede que sea difícil encontrar una habitación de hotel, pero llame a Carol y logrará una.

En Nebraska Furniture Mart, situado sobre unos 300.000 m² en la calle 72 entre Dodge y Pacific, tendremos de nuevo los precios especiales del «Fin de semana Berkshire». Iniciamos este evento especial en Nebraska Furniture Mart hace 12 años, y las ventas durante este fin de semana pasaron de 5,3 millones de dólares en 1997 a 33,3 millones en 2008: todo un récord. El sábado de ese año se estableció un nuevo récord diario de 7,2 millones de dólares. Pregunten a cualquier minorista lo que opina de dicho volumen de ventas...

Para obtener el descuento de Berkshire, deberá realizar sus compras entre el jueves, 30 de abril, y el lunes, 4 de mayo (ambos inclusive) y presentar su acreditación. Estos precios especiales incluirán productos de varios prestigiosos fabricantes que suelen tener normas muy estrictas contra los descuentos, pero que han hecho una excepción para usted, acompañados por el espíritu de nuestro fin de semana de los accionistas. Apreciamos su colaboración. Nebraska Furniture Mart estará abierto de 10.00 a 21.00 de lunes a sábado, y de 10.00 a 18.00 el domingo. El sábado de este año, Nebraska Furniture Mart ofrecerá un picnic al aire libre de 17.30 a 20.00 al cual están todos invitados.

En Borsheims tendremos de nuevo dos eventos exclusivos para accionistas. El primero será un cóctel el viernes, 1 de mayo, de 18.00 a 22.00. El segundo, la gala principal, se celebrará el domingo, 3 de mayo, de 9.00 a 16.00. El sábado permaneceremos abiertos hasta las 18.00.

Borsheims estará lleno de gente durante el fin de semana. Por ello, y para su comodidad, los precios especiales para accionistas se mantendrán desde el lunes, 27 de abril, hasta el sábado, 9 de mayo. En ese periodo le rogamos que se identifiquen como accionistas de Berkshire mediante sus acreditaciones de la Junta o mediante un escrito de su agente de bolsa que así lo confirme.

El domingo, en el centro comercial junto a Borsheims, Patrick Wolff, doble campeón de ajedrez de EE.UU., se enfrentará con los ojos vendados a los visitantes —que tendrán sus ojos bien abiertos— de seis en seis. No lejos de allí, Norman Beck, extraordinario mago de Dallas, maravillará a los presentes. Además tendremos a Bob Hamman y Sharon Osberg, dos de los mejores jugadores de bridge del mundo, quienes jugarán al bridge con nuestros accionistas la tarde del domingo.

Gorat's estará de nuevo abierto en exclusiva para los accionistas de Berkshire el domingo, 3 de mayo, de 13.00 a 22.00. El año pasado, este restaurante con un aforo para 240 comensales, sirvió 975 comidas el Domingo de los Accionistas. El total de los tres días fue de 2.448 servicios, incluidos 702 chuletones, el plato favorito de los entendidos. Por favor, no me avergüencen pidiendo foie gras. Recuerden: para comer en Gorat's ese domingo, deben reservar. Para hacerlo, llamen al (+1) 402 551 3733 el 1 de abril (pero no antes).

El sábado a las 16.00 tendremos una recepción para los accionistas que vengan de fuera de Estados Unidos o Canadá. Todos los años, nuestra Junta atrae a mucha gente de todas partes de mundo y Charlie y yo queremos estar seguros de saludar personalmente a todos aquellos que vienen desde tan lejos. El año pasado tuvimos el placer de saludar a más de 700 personas de varias decenas de países. Todo accionista que venga de fuera de Estados Unidos o Canadá recibirá una acreditación especial e instrucciones para asistir a este evento.

Este año introduciremos importantes cambios en los turnos de preguntas. Los últimos años no hemos recibido más que unas pocas preguntas relacionadas directamente con Berkshire y sus actividades. El año pasado no hubo prácticamente ninguna. Así pues, tenemos que reconducir el debate a los negocios de Berkshire.

Otro problema similar es que, cuando se abren las puertas a las 7.00, hay una estampida de gente encabezada por aquéllos que desean ser los primeros de la fila delante de los 12 micrófonos disponibles para quienes quieren hacer alguna pregunta. Esto no es algo deseable desde el punto de vista de la seguridad, pero tampoco creemos que las habilidades de velocidad deban ser las que determinen quién logra hacer preguntas (a mis 78 años he llegado a la conclusión de que la velocidad a la hora de caminar está sobrevalorada). También en este caso es deseable encontrar un nuevo procedimiento.

El primero de los cambios es que estarán presentes varios periodistas económicos representando periódicos, revistas y canales de televisión, que participarán en el turno de preguntas realizándonos a Charlie y a mí las preguntas que los accionistas hayan remitido por correo electrónico. Los periodistas y sus direcciones de correo electrónico son: Carol Loomis, de Fortune (cloomis@fortunemail.com); Becky Quick, de la CNBC, (BerkshireQuestions@cnbc.com); y Andrew Ross Sorkin, de The New York Times (arsorkin@nytimes.com). De todas las preguntas remitidas, cada periodista elegirá alrededor de doce preguntas, las que decida que son las más interesantes e importantes. En sus correos indiquen si desean que se diga su nombre en caso de que su pregunta sea elegida.

Ni Charlie ni yo sabremos nada de las preguntas que se harán. Sabemos que los periodistas elegirán las complicadas, pero eso es precisamente lo que nos gusta.

El segundo de los cambios es que a las 8.15 habrá un sorteo en cada micrófono para aquellos accionistas que quieran preguntar por sí mismos. En la sesión se alternarán las preguntas de los periodistas con la de los accionistas que hayan sido elegidos en el sorteo. Al menos la mitad de las preguntas —las elegidas por los periodistas entre las que les hayan sido remitidas— estarán relacionadas con Berkshire, y seguro que seguiremos teniendo alguna buena —y quizá divertida— pregunta también de los asistentes.

Únase a nuestro Woodstock para capitalistas y háganos saber si le gusta el nuevo formato. Charlie y yo esperamos verlo.

27 de febrero de 2009

Warren Buffett
Presidente del Consejo de Administración

Comparativa entre el resultado corporativo de Berkshire y el S&P 500

Año	Variación Anual en %		Resultados Relativos (1)-(2)
	del Valor de Balance por Acción de Berkshire (1)	de S&P 500 con dividendos incluidos (2)	
1965	23,8	10,0	13,8
1966	20,3	(11,7)	32,0
1967	11,0	30,9	(19,9)
1968	19,0	11,0	8,0
1969	16,2	(8,4)	24,6
1970	12,0	3,9	8,1
1971	16,4	14,6	1,8
1972	21,7	18,9	2,8
1973	4,7	(14,8)	19,5
1974	5,5	(26,4)	31,9
1975	21,9	37,2	(15,3)
1976	59,3	23,6	35,7
1977	31,9	(7,4)	39,3
1978	24,0	6,4	17,6
1979	35,7	18,2	17,5
1980	19,3	32,3	(13,0)
1981	31,4	(5,0)	36,4
1982	40,0	21,4	18,6
1983	32,3	22,4	9,9
1984	13,6	6,1	7,5
1985	48,2	31,6	16,6
1986	26,1	18,6	7,5
1987	19,5	5,1	14,4
1988	20,1	16,6	3,5
1989	44,4	31,7	12,7
1990	7,4	(3,1)	10,5
1991	39,6	30,5	9,1
1992	20,3	7,6	12,7
1993	14,3	10,1	4,2
1994	13,9	1,3	12,6
1995	43,1	37,6	5,5
1996	31,8	23,0	8,8
1997	34,1	33,4	,7
1998	48,3	28,6	19,7
1999	,5	21,0	(20,5)
2000	6,5	(9,1)	15,6
2001	(6,2)	(11,9)	5,7
2002	10,0	(22,1)	32,1
2003	21,0	28,7	(7,7)
2004	10,5	10,9	(,4)
2005	6,4	4,9	1,5
2006	18,4	15,8	2,6
2007	11,0	5,5	5,5
2008	(9,6)	(37,0)	27,4
Rendimiento Anual Medio – 1965-2008	20,3%	8,9%	11,4
Rendimiento Total – 1964-2008	362.319%	4.276%	

Nota: Los años son naturales con las siguientes excepciones: 1965 y 1966 acabaron el 30-IX; 1967 acabó el 31-XII (15 meses).

A partir de 1979, las normas de contabilidad exigen a las compañías de seguros que establezcan el valor de sus acciones de renta variable en el valor de mercado, en vez de en el menor entre el valor de coste y el de mercado, como se exigía anteriormente. En esta tabla se han corregido los valores de Berkshire de 1978 para cumplir con la nueva norma. Por lo demás, todos los resultados se han calculado utilizando las cifras aportadas originalmente.

Las cifras de S&P 500 son antes de impuestos, mientras que las de Berkshire son después de impuestos. En caso de que una empresa como Berkshire hubiese tenido que poseer sencillamente el S&P 500 y acumular los impuestos correspondientes, sus resultados habrían causado un desfase negativo con el S&P 500 en los años en los que dicho índice hubiese mostrado un balance positivo, pero lo habrían sobrepasado en años en los que dicho índice hubiese mostrado un balance negativo. Con los años, los gastos tributarios habrían hecho que el desfase agregado fuese importante.