



ARGOS CAPITAL FI

CARTA A LOS ARGONAUTAS- OCTUBRE 2018

Varillas, 6-2º 24003 León

miguel.dejuan@hotmail.com

León a 1 de Octubre de 2018

Queridos Argonautas:

El 16 de Diciembre de 2010 inició su camino el fondo Argos Capital FI (en adelante “Argos”) con un valor liquidativo de 10€ por participación. A 30 de Septiembre de 2018 su valor liquidativo era de 13,921161€, lo que representa una ganancia del +39,21% sobre el valor inicial y un -3,30% en lo que va de año. El mes de Septiembre ha sido bastante complicado y el Argos lo ha notado más que el mercado en si. La situación actual ha seguido en línea con lo esperado llevando la liquidez de la cartera a niveles superiores al 80%. Al igual que en otras ocasiones los movimientos a corto plazo sólo sirven de distracción. La situación sigue complicada y por ello seguimos concentrados en el margen de seguridad y lo que os pueda insistir en la disciplina sigue siendo fundamental.

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

	IBEX 35	Ibex35 con div	IGBM TOTAL	S&P 500div	EuroStoxx50 div	ARGOS CAPITAL FI
De inicio a 30-09-2018	-6.20%	+37.28%	+43.67%	+176.00%	+55.25%	+39.21%

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

	IBEX 35	Ibex35 con div	IGBM TOTAL	S&P 500div	EuroStoxx50 div	ARGOS CAPITAL FI
De inicio a 30-09-2018	93.795,39	137.275,64	143.672,63	275.995,96	155.253,53	139.211,61

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

COMENTARIO GENERAL

“Finalmente merece la pena hacer notar que nadie que haya entrado en el mercado en los últimos diez años ha experimentado un mercado bajista o incluso un año realmente malo, o ver caídas que no se corrijan rápidamente. Por tanto los nuevos gestores recién forjados no han tenido la oportunidad de aprender de primera mano la importancia de la aversión al riesgo, y no han sido testados en tiempo de ralentización económica, prolongados declives de mercado, incremento de las quiebras o capital escaso.”

Howard Marks Memo- The Seven Worst Worlds in the World- September 26, 2018

“Un componente clave de nuestra estrategia de inversión es una suficiente pero no excesiva diversificación. En vez de tener un poco de todo, siempre hemos tendido a poner nuestros huevos en unas pocas cestas y vigilarlos de cerca. Estas oportunidades cotizadas a precio de ganga son seleccionadas una cada vez, de abajo arriba, lo que provee de margen de seguridad en caso de error, mala suerte o resultados empresariales decepcionantes. Sin embargo, somos conscientes siempre de si estas diferentes inversiones suponen esencialmente la misma o muy diferentes apuestas. Si cada una de nuestras posiciones resultara estar envuelta en apuestas similares (coberturas de inflación, sensibilidad a tipos de interés, un solo mercado o tipo de activo, etc) estaríamos expuestos a rápidas y dramáticas vueltas en nuestra cartera si las percepciones de los inversores sobre el entorno macro fuera a cambiar. Dado que no somos capaces de predecir el futuro (es bastante difícil comprender el presente) no podemos arriesgarnos a esas concentraciones de cartera.”

Seth Klarman on diversification - September 14, 2018

“Yo insisto en que un montón del tiempo debe ser gastado, casi cada día, sencillamente en sentarse y pensar. Esto es muy raro en las empresas americanas. Yo leo y pienso. Por lo que leo y pienso más y tomo menos decisiones impulsivas que la mayoría de la gente en las empresas. Yo lo hago porque me gusta este tipo de vida.”

Warren Buffett Quotes- Goodreads

“Abraham Lincoln dijo: ‘dadme seis horas para talar un árbol y pasaré las seis primeras afilando el hacha.’ En Mayo de 1969, un Warren Buffett de 38 años se sentó ante una máquina de escribir para informar a sus inversores que iba a cerrar su fondo (entonces era Buffett Partnership). Su motivo: las condiciones de mercado eran tales que él ya no sentía tener la confianza requerida para poder tomar buenas decisiones en nombre de sus inversores y ofrecerles su compromiso. Por tanto, él dejaría de invertir en su nombre.”

Para empezar, subámonos a los hombros de Charlie Munger, un gigante para mí. Es un hombre que ha estado pensando sobre pensar durante más tiempo del que he estado vivo. Empecemos con él y su enfoque. Su técnica de dos pasos es:

1.- Primero, ¿cuáles son los factores que realmente gobiernan los intereses involucrados considerados de forma racional?.

2.- Segundo, ¿cuáles son las influencias subconscientes donde el cerebro a un nivel subconsciente está automáticamente haciendo estas cosas- las cuales principalmente son útiles pero a menudo funcionan mal?

Para hacer esto requiere que divorcies el proceso del resultado. Puedes tener razón por los motivos equivocados. En nuestro negocio a menudo somos tratados de esa forma. Puedes estar equivocado por los motivos correctos.”

NBA Hinkie Redact- April 6, 2016

“Hay otro tipo de líderes que están un punto por encima de aquellos con capacidad de sufrir y éstos son los líderes que establecen las expectativas correctas. Y por expectativas no estoy

hablando de establecer previsiones de beneficios trimestrales. Al contrario, me estoy refiriendo a establecer expectativas para el largo plazo.

Un líder que establece las expectativas correctas a largo plazo claramente deja que los accionistas y otros socios conozcan sus intenciones y objetivos de primeras. A menudo dejan claro a sus accionistas que no están especialmente enfocados en batir una cifra de bpa trimestral. A menudo hacen saber a los accionistas que están enfocados al largo plazo y que sus acciones e inversiones reflejarán esta orientación. Al establecer las expectativas correctas de inicio, están intentando evitar sufrimientos futuros. Al establecer las expectativas correctas de inicio, están avisando a futuros especuladores que están dispuestos a vender al menor indicio de peor comportamiento que se mantengan fuera. Tristemente incluso estos gestores y líderes que establecen las expectativas correctas de inicio aún necesitan capacidad de sufrir. A veces el precio de sus acciones caerá y será criticado por las élites de Wall Street. A lo largo del tiempo, sin embargo, la esperanza es que sean capaces de establecer una reputación que les permita ignorar el cortoplacismo de Wall Street.”

*A capacity for suffer and setting the right expectations
Scuttlebutt Investor- August 19, 2018*

A lo largo del mes de Septiembre, al contrario que en el anterior (ya os decía que estos movimientos mensuales tampoco significan mucho) han sido de mejor comportamiento para los mercados que para el Argos. En concreto nos hemos visto afectados por los recortes en algunas de las empresas que aun se mantienen en cartera... recortes que en algunas se han podido recuperar en estos últimos días, y por la subida de algunas empresas- sector bancario, por ejemplo- del que no tenemos ninguna exposición. En cualquier caso, son movimientos normales derivados de la evolución en bolsa de las acciones y no de ninguna temida estampida de argonautas. Como me dijo hace unos días uno de vosotros en un evento en León, *da gusto ver que se va cumpliendo todo lo que os había prometido*. Tampoco es que fuera tan complicado: bastaba saber cómo funciona un fondo de inversión y cómo soy yo... se ve que quien metía miedo al respecto no sabía alguna de estas dos cosas... o las dos.

A lo largo de estos últimos diez años, como dice la primera cita de Howard Marks (que, por cierto acaba de sacar nuevo libro), los gestores/inversores que hayan entrado en el mercado se han acostumbrado a un entorno excesivamente benévolo...evidentemente él habla para Estados Unidos y la evolución que han tenido otros mercados- el español, por ejemplo, como podéis comprobar en la tabla anual de la ultima página- es bastante menos boyante; sin embargo, aunque no sea exactamente igual la “sensación” es parecida.

Por supuesto y como siempre nada de esto presupone una sabiduría por mi parte sobre qué hará el mercado en los próximos días, meses o años. No es esa parte la que me preocupa sino la que resalta Marks sobre que acostumbrarnos a la vida fácil en que la marea eleva todas las barcas y donde los sustos que puedan producirse se recuperan en un periodo de tiempo relativamente breve- meses o menos- termina teniendo un efecto adormecedor sobre nuestra aversión al riesgo. Recordad la cita que Buffett ha comentado en otras ocasiones respecto a que Noé no empezó a construir el arca cuando empezó a llover. De hecho, para Marks la cita de Buffett que más le gusta es: “Procuramos ser prudentes cuando los demás son codiciosos y codiciosos cuando los demás son prudentes”.

No es que los inversores no sean conscientes de que las cosas pueden darse la vuelta o que pueden tener que afrontar pérdidas en un momento futuro... no, no es eso. Es sencillamente que, sabiéndolo, no están actuando en consecuencia. Ya hace años que os he comentado esto mismo. Los daños causados por la Crisis Financiera Global fueron muchos y profundos...pero no lo suficiente como para que realmente haya modificado la forma de actuar de los inversores. Esto se lo debemos a la política de adormidera de los bancos centrales, inyectando dinero en la economía global y

manteniendo todavía el aura de que serán capaces de solventar cualquier riesgo que los mercados puedan afrontar. Y los inversores se han acostumbrado a eso.

Muchos han invertido en bolsa- de forma directa o mediante fondos índice o ETFs- cuando no es donde deben estar porque son ahorradores más que inversores y han entrado porque la decisión de los bancos centrales no les ha dejado otra opción si querían obtener una renta anual superior a la que los depósitos o las letras generan. Por ello han saltado a un campo donde las reglas de juego y los riesgos son muy superiores y que no son adecuados para estas personas. Cuando se den cuenta de los riesgos...será tarde.

Como he repetido en varias ocasiones en estos últimos años no vivimos en un mundo del que hayan desaparecido las crisis. Es más, cuando se os indique que vivimos en una nueva era, que estamos disfrutando de un nuevo paradigma gracias a la tecnología o al esoterismo o a los marcianos...sabad y tened por cierto que más probable es que esa nueva era (sin resonancias masónicas en esta referencia, por cierto) acabe y que el mundo vuelva a darse de bruces con la realidad. Que será tozuda y todo lo que queráis...pero no hay forma de quitársela de encima; y de la forma más dolorosa nos enseñará que seguimos en un mundo donde las crisis existen y que estas vuelven más tarde o más temprano.

La referencia de los líderes prudentes y la importancia de establecer expectativas correctas viene al caso también. En el mundo de la gestión de activos, de la inversión, es fundamental desde mi punto de vista informar de forma transparente y total sobre lo que los inversores deben esperar y el porqué. No se trata de contar sólo aquellas circunstancias que nos interesan...sino que la transparencia total implica hablar también de aquellas otras que quizás puedan llegar a ser malinterpretadas.

Informar con claridad y con total transparencia es nuestra labor- al menos yo lo veo así- y por ello cuando os envié la comunicación "*Seamos diferentes... somos argonautas*" la intención era informaros a vosotros de lo que consideraba un hecho relevante dado que afectaba a un aspecto crucial del fondo en el que estáis invertidos: mi marcha a partir del 30 de Noviembre. Alguno de los partícipes de algún foro (creo que fue en **MasDividendos** si no recuerdo mal) me preguntó si no consideraba que este hecho suponía un hecho relevante que hubiera que comunicar a la CNMV. Mi respuesta fue que, personalmente consideraba que sí lo era... pero que yo no era nadie para comunicarlo a la CNMV, esa decisión- acertada o no- corresponde a la gestora, no a mí. Por mi parte lo que sí podía hacer era informaros a vosotros, que sois los auténticos dueños del fondo (de cualquier fondo, en realidad) y por ello os lo comuniqué en su momento... y os he seguido informando continuamente desde esa fecha, tanto por comunicados más extensos como por comentarios de whatsapp.

Pero también implica que las expectativas a transmitir a los inversores deben ser prudentes y razonables. Si queremos inversores que entiendan lo que estamos haciendo, que estén alineados con nuestros objetivos, estrategias... en resumen: con el fondo, tenemos que ser capaces de transmitir los mensajes pertinentes que atraigan a ese tipo específico de inversores. No es fácil porque como digo a veces lo que uno explica puede ser malinterpretado o tergiversado, escogiendo sólo una parte del mensaje y no todo en su conjunto. En este sentido los argonautas habéis demostrado ser unos inversores excepcionales apoyando desde el primer momento hasta el último. Promover expectativas centradas en el corto plazo, en obtener siempre rentabilidad positiva, no transmitir lo duro y difícil que puede suponer un mercado bajista (recordad...el "oso" siempre da zarpazos...y le gusta hacer sangre si puede) termina desviando la concentración de los inversores...y engañándoles con falsas promesas.

Evidentemente a nadie le gusta transmitir mensajes deprimentes, nadie quiere ser Casandra: anunciar continuamente la ruina de Troya y que nadie la creyera. Ser el agorero, el aguafiestas no es lo más indicado para ganarte amigos ...o para que tus inversores se mantengan fieles durante años; pero es lo honrado y lo prudente cuando más tarde o más temprano esos mismos inversores tendrán que ver que las cosas no eran tan bonitas como parecían y nos decían durante años tanas personalidades e instituciones. Rebajar o adecuar sus expectativas a lo que puede suceder no significa amargarles la vida, sino al revés, permitirles disfrutar mientras dura la alegría y tener fortaleza para soportar las malas épocas que siempre se producen. Los malos tiempos llegarán, pero al igual que las tormentas terminan pasando, los malos tiempos darán paso a otros mejores.

No estamos deshaciendo la cartera actual porque el mercado esté imposible de encontrar oportunidades de inversión; al contrario...algunas de las que hemos vendido las querría seguir manteniendo en cartera (ya sólo nos quedan tres posiciones) y en algunas querría comprar más, aprovechando los recortes que están teniendo. No es un movimiento hacia la liquidez debido a los temores o las perspectivas de un desplome más lejano o más cercano. Evidentemente sí creo que algún desplome- mayor o menor- llegará y aunque alguno de vosotros está convencido de que no faltan más que unos meses como mucho, yo ni lo tengo tan claro ni me preocupa. El movimiento hacia la liquidez, que es el objetivo actual del fondo, es exclusivamente para facilitar lo que os había indicado una vez que la gestora actual decidió que no admitía el traspaso del Argos a otra entidad gestora. Por que en esa situación la mejor alternativa para evitar riesgos innecesarios a los argonautas era, precisamente, la liquidez.

Haber explicado ese tipo de movimiento y de expectativas con antelación- y cumplirlas- no era una decisión fácil; era sencilla en cuanto a que sólo hay que hacer lo que uno cree que es lo correcto. Pero era difícil porque avisar con antelación de los pasos que uno va a dar abre la puerta para que por un lado unos lo malinterpreten y otros puedan utilizarlo en su favor. Pero como digo... era lo correcto.

La fortuna- que no la sabiduría – nos ha favorecido en estos meses llevando a los mercados a una situación con precios más atractivos que hace unos meses cuando empezamos a hacer liquidez en la cartera. Es más, en el momento en que os escribo (2 de Octubre) el mercado con dividendos brutos está en un -4.70% en el año y el Argos en un -2.84%. No hay forma de saber qué signo tendrá el mercado en el próximo mes y como os digo tampoco es especialmente relevante, pero independientemente de si a 30 de Noviembre estaremos mejor o peor que el mercado, lo importante en estos momentos sigue siendo que todos podáis tener la libertad de realizar los movimientos que consideréis oportunos. Como veréis en la siguiente sección ya no tenemos ninguna posición ilíquida y las que tuvimos fueron desapareciendo sin problemas y sin inconvenientes, poco a poco y sin tener efecto real sobre el precio de mercado.

Como me decía uno de vosotros, este proceso de “cierre” de posiciones de un fondo de inversión debería ser estudiado. No sé si, como dijo él, por su ejemplaridad...pero al menos sí por la misma singularidad del hecho. No conozco otra situación igual en España.

Algunas Operaciones

Como os dije en su momento, una vez que recibimos confirmación de que Renta4 no admitía traspasar el fondo (no impide nada... yo sólo necesitaba saber de ellos qué querían hacer: Opción A dejarlo traspasar, Opción B quedárselo. Nada más necesitaba de ellos. Tomaron su decisión y yo

pude por fin avanzar en la misma dirección pero por una senda distinta), empecé a iniciar el camino hacia incrementar la posición de liquidez en el Argos.

El motivo, como sabéis porque lo he comentado en varias ocasiones y foros, no es otro que protegeros a los argonautas en primer lugar y, de rebote, a la propia gestora de Renta4 al permitirle cumplimentar todas las órdenes de los argonautas y no verse involucrada en un riesgo reputacional que tampoco quiero que tengan.

En esta situación por tanto, las operaciones han sido todas de seguir reduciendo las posiciones que tenemos en cartera, empresas excelentes y que me siguen gustando, pero que nos vemos animados a deshacer para evitar males mayores a los auténticos dueños del patrimonio: los argonautas.

Como os indiqué en su día, no habría ningún problema para deshacernos de ellas, empezando por las más ilíquidas porque tenemos tiempo de sobra... de hecho mucho más tiempo del necesario. Ello es bueno porque nos permite ir vendiendo a un precio ajustado al de mercado sin perjudicar por ello el valor liquidativo y por tanto sin haceros daño a vosotros.

Como resumen de las operaciones deciros que las empresas más ilíquidas ya se han vendido sin problemas a lo largo de este tiempo. Algunas se han vendido más rápido que otras pero en ningún caso nos hemos visto forzados a tirar los precios para deshacer la posición. Al mismo tiempo hemos ido deshaciendo posiciones también en otras empresas, mucho más líquidas, donde naturalmente tampoco hemos tenido ningún inconveniente de cerrar la posición. Entre las últimas había dos que pesaban bastante en la cartera, GYM y ArcelorMittal, ambas empresas han resultado muy, muy rentables en el tiempo que las hemos tenido...y ambas valen bastante más de lo que cotizan.

En el caso de Berkshire Hathaway, también cerrada la posición, hemos logrado vender casi en máximos históricos de cotización. En este caso este movimiento ha sido ventajoso porque el margen de seguridad en la empresa que Warren Buffett dirige se ha estrechado lo suficiente como para merecer la pena reducir posición.

Actualmente, las únicas posiciones que nos quedan en cartera son algunas acciones de HERMLE (ya hemos vendido una parte), que es una empresa que nos ha generado una rentabilidad acumulada del 613.77% incluyendo dividendos (este año nos pagó un 23% de rentabilidad sobre nuestra inversión); las de AUSDRILL que nos paga dividendo en unos días y las de FERROVIAL, que por aquello del sentimentalismo dado que fue la primera empresa que compramos en el Argos Capital FI hace casi ocho años quiero que sea también la última que vendamos. Una vez que ésta esté cerrada-previsiblemente en los próximos quince o treinta días- la cartera estará totalmente en liquidez.

Varios

El nivel de liquidez actual supera el 82% y estamos incrementándolo paso a paso. Contamos con unos 474 argonautas de toda España y unos 8.200.000 euros bajo gestión debido no a una caída del valor liquidativo como os digo sino a esa situación en la que a varios de los argonautas se les ha recomendado salirse... esa incertidumbre o presión- como algunos me habéis comentado- ha terminado perjudicando a todos los argonautas sin un motivo real insisto, haciendo que todos tengamos que tener todo el patrimonio invertido sin ningún tramo en una comisión más baja- me refiero, obviamente a la rebaja que efectúo en mi comisión al pasar de tramos de patrimonio, como todos sabéis. Tal y como os he venido comentando, el ritmo de salidas se ha casi paralizado...lo que

no deja de ser una estupenda noticia para mí. Realmente me habéis sorprendido con vuestro comportamiento.

Como podéis observar en el gráfico final, el valor intrínseco de la cartera se ha reducido bastante en este mes... y seguirá haciéndolo hasta igualarse con el valor liquidativo; es el efecto de la desaparición del margen de seguridad al no contar con empresas en cartera que valgan más de lo que cuestan en bolsa. Recordad que el valor intrínseco del fondo se construye con los valores intrínsecos asignados a cada empresa y en función del peso que cada una de ellas tiene en la cartera; como la liquidez vale lo mismo- no hay margen de seguridad- al incrementarse la liquidez de la cartera el valor liquidativo se parece cada vez más al intrínseco. Si tuviéramos la cartera totalmente en liquidez, el valor liquidativo sería exactamente el valor intrínseco: comprar cien euros en efectivo costaría exactamente cien euros.

Dado que estamos haciendo fuertemente liquidez en la cartera, el valor intrínseco se seguirá reduciendo hacia el valor de mercado o liquidativo, que es el que refleja vuestra posición cuando miráis el patrimonio que tenéis en el Argos. El valor liquidativo del Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 88,33€, lo que supone que el margen de seguridad se sigue ajustando. Y repito... seguirá bajando hasta que esos cien euros supongan precisamente cien euros. Vamos en la senda marcada para que todos estéis protegidos en esta situación, pase lo que pueda pasar en los mercados. ¿Mi recomendación? Que nos pongamos a rezar (o a desear aquellos que la otra opción no os encaje) para que el mercado siga cayendo y poder reinvertir en su momento a precios más bajos aquellas empresas que ahora estamos vendiendo... pero vamos, aunque no caiga tampoco sufráis mucho. Por cierto...gracias a estos recortes del mercado tenemos nuevas opciones para incorporar en su momento.

En su día, escribí un artículo en Rankia respecto a los nuevos argonautas que estaban incorporándose al Argos. Como siempre agradeciéndoles su confianza, pero también recalcándoles que se pusieran en contacto conmigo para poder adjuntarles las Cartas desde el inicio para que puedan comprender bien en qué consiste el Argos y se aseguren de que es el vehículo donde deben estar. Desde entonces, varios de los nuevos argonautas- y alguno que llevaba más tiempo en el Argos- se han puesto en contacto. Animaros los que aún faltáis por conocerme.

Y hablando de argonautas, dejadme dar la enhorabuena a uno de vosotros a quien me encuentro de cuando en cuando con su nieto Mateo- un niño riquísimo- y que en breve será abuelo por segunda vez. Besos también a la madre y a la abuela.

Como siempre agradeceremos nuevamente vuestra confianza y apoyo continuado.

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

Miguel de Juan Fernández
ARGOS CAPITAL FI
miguel.dejuan@hotmail.com
 +34 682 808 821



	Ibex35	Ibex35 con div	IGBM Total	S&P500 div	EuroStoxx50 div GR	ARGOS CAPITAL
Año 2011*	-14,43%	-9,08%	-10,14%	2,10%	-14,77%	-10,00%
Real 2011	-20,90%	-16,64%	-17,87%	-0,02%	-18,44%	-9,89%
Año 2012	-4,66%	2,78%	5,01%	16,00%	19,57%	9,14%
Año 2013	21,42%	27,75%	29,88%	32,40%	22,74%	14,27%
Año 2014	3,66%	8,62%	9,08%	13,69%	4,93%	-1,73%
Año 2015	-7,15%	-3,55%	-3,20%	1,38%	6,58%	0,53%
Año 2016	-2,01%	2,60%	2,74%	11,96%	0,77%	18,10%
Año 2017	7,40%	11,25%	12,14%	21,83%	10,15%	9,94%
Año 2018	-6,52%	-3,84%	-3,64%	10,56%	0,00%	-3,31%

Anualizada*	-0,82%	4,15%	4,76%	13,91%	5,81%	4,34%
Diferencia	5,15%	0,19%	-0,42%	-9,58%	-1,47%	

* Incluye desde el 16-12-2010

Desde el 21-1-2011

Anualizada	-1,84%	3,03%	3,60%	13,61%	5,28%	4,41%
Diferencia	6,25%	1,37%	0,81%	-9,20%	-0,87%	

