

18 de enero de 2021

Estimados partícipes,

Como cada trimestre, nos dirigimos a ustedes para informarles de la evolución de nuestro vehículo de inversión Esfera III Adarve Altea.

Primera comunicación en 2021 tras dejar atrás un año tremendamente complicado en el que se pasa la hoja del calendario pero tristemente siguen presentes los mismos riesgos. Esperamos que ustedes y los suyos se encuentren bien, pues al fin y al cabo es realmente lo más importante.

Durante la última parte del año y gracias a la colaboración de partícipes que nos ayudan a mejorar, tratamos de mejorar la comunicación y entendimiento de nuestro proyecto, razón por la cual sintetizamos nuestro mensaje como sigue:

Adarve en una frase

Adarve Altea. Proceso objetivo, gestión del riesgo e integridad al servicio del partícipe

Los seis principios de Adarve Altea

1. **Selección objetiva.** Seleccionamos activos de calidad a partir de criterios medibles que han demostrado buenos rendimientos de manera persistente a lo largo del tiempo.
2. **Diversificación.** Diversificamos mediante estrategias que cubren todo el arco de tamaños empresariales y áreas geográficas.
3. **Gestionamos el riesgo.** Combinamos la selección de buenos activos con el factor momento para minimizar el riesgo de asumir pérdidas permanentes.
4. **Proceso.** Ejecutamos un proceso basado en un trabajo científico, riguroso y definido.
5. **No predecimos el futuro.** Nos apoyamos en los datos para inclinar las probabilidades a nuestro favor eliminando las emociones y la subjetividad.
6. **Integridad.** Situamos la integridad y la comunicación transparente con nuestros partícipes por encima de todo.

Asimismo, queremos mostrarles nuestro agradecimiento por su **confianza** en el proyecto, del que ya formamos parte más de medio millar de partícipes, con unos activos bajo gestión por encima de los 5 millones de euros. Como hemos comentado en anteriores ocasiones, consideramos que los partícipes de Adarve son inversores

ADARVE

que entienden el funcionamiento de la renta variable, donde hay que ser paciente en las caídas y especialmente prudente en las subidas. El hecho de que incluso en los meses de más incertidumbre por la dureza de la pandemia hayamos seguido incrementando partícipes y aportaciones nos demuestra la **confianza** que ustedes tienen en nuestro proceso inversor, lo que nos llena de orgullo y de una gran responsabilidad. Hemos observado también que una gran parte de ustedes hacen aportaciones periódicas, razón por la cual hemos creado a nivel informativo el “*Modo Mr. Tran-Tran*” que consideramos representativo de una amplia muestra de inversores en la que nos incluimos. Pensamos que será una medida más aproximada para aquellos inversores que invierten de forma recurrente. Si bien dependerá del periodo con que ahorre cada inversor, a medida que pase el tiempo el dato será “bastante universal”, independientemente del tiempo transcurrido entre aportaciones.

En este año pasado 2020, invertir poco a poco ha resultado ser muy rentable al caer el fondo durante la primavera y recuperarse de forma rápida a finales de año. En otras ocasiones, como pudo haber sido 2018, ocurrirá un efecto contrario. Estadísticamente siempre es mejor invertir cuanto antes. Otra cosa es que promediar precios durante el proceso de inversión sea obligado porque no tengamos otra opción, o porque se quiera bajar la volatilidad promediando los precios del VL de forma periódica.

Las estadísticas son números a tiempos muy fijos. No hay dos inversores iguales. Cada cual tiene su precio, su proceso y sus plazos. Algunos inversores comenzaron a invertir hace años (y el peso de su cartera pondera más que las futuras aportaciones), mientras que otros iniciaron su camino hace pocos meses (y sus aportaciones futuras influirán en mayor medida en el peso de su cartera global).

Otro de los puntos en los que queremos incidir en nuestras comunicaciones es en la importancia de ver **los activos que componen nuestra cartera como un conjunto**, razón por la que retomamos la infografía de los activos, eliminando la tabla detallada. La **imagen más fidedigna** de lo que ustedes poseen pensamos que la dan los **ratios agregados de las compañías** en cartera.

Como saben, en Adarve somos grandes seguidores de la **mejora continua** y tratamos de aplicarla en cada aspecto de nuestra gestión. Por ello, pensamos que es importante hablar un poco sobre nuestros errores. A nivel operativo transformar una estrategia aplicada con las reglas de un inversor particular a las normas reguladas de un vehículo de inversión registrado en la CNMV requiere cierta adaptación y, ahora, cuando los hechos ya han sucedido, vemos con perspectiva que durante la fuerte caída inicial cometimos errores al no haber ejecutado con la suficiente rapidez nuestro

Esfera III Adarve Altea

ADARVE

proceso de gestión del riesgo. Podemos encontrar múltiples excusas acerca de por qué sucedió, pero de este modo nunca lograríamos aprender y mejorar el proceso, por lo que humildemente hemos realizado cambios en la parte táctica de la ejecución y creemos que estos cambios nos refuerzan. Somos conscientes del riesgo que conlleva caer en el sesgo de disponibilidad, que nos llevaría a “solucionar” el último problema que se produjo, sin tener en cuenta la probabilidad de que se repita o mirar cómo la “solución” se adaptaría a distintas circunstancias. Aunque nunca podremos estar seguros de haber encontrado una solución definitiva, hemos contemplado distintos escenarios a la hora de escoger la que creemos que es más adecuada.

Al margen de lo que haga el valor liquidativo, para nosotros es vital centrarnos en **mejorar el proceso** y lo que sí podemos decir es que hemos trabajado muy intensamente en la mejora operativa.

En la parte positiva, hemos implementado múltiples mejoras en la **gestión del día a día**, en el **análisis de datos** y en la **consolidación de nuevos modelos** en nuestro particular laboratorio, nuestro vivero particular, donde vamos observando nuestras ideas y vamos incorporando algunas nuevas, a la espera de tener la convicción de que están listas para dar el salto y empezar a gestionar parte del capital del compartimento. Esta es la parte del proceso más **cualitativa**, y tenemos bastante confianza en que podremos aumentar nuestra diversificación a través de algunas de estas nuevas ideas.

“Los organismos en sí mismos son expresiones de ... orden emergente y a su vez agentes de niveles superiores de emergencia.”

Brian Goodwin, Las manchas del leopardo. La evolución de la complejidad.

Comportamiento emergente, robustez y diversificación

El pasado 11 de Abril de 2020 falleció, con síntomas de Covid, John H. Conway. Este británico, que entendemos no sea muy conocido para el gran público, destacó por el descubrimiento de lo que se conoce como “**el Juego de la Vida**”, que no es sino una representación de la estructura matemática conocida como *Autómata Celular*.

El Juego de la Vida se reduce a un tablero bidimensional formado por casillas o celdas, una cuadrícula, de modo que cada una de las celdas (perdonen los más

Esfera III Adarve Altea

ADARVE

expertos que me resista a llamarlas células) puede estar en dos estados diferentes, viva o muerta. Un conjunto muy pequeño de reglas precisas determina cómo evoluciona el juego al siguiente estado, es decir, la siguiente cuadrícula con sus celdas vivas o muertas. A partir de un estado inicial (es decir una configuración de celdas vivas en el tablero), y aplicando las reglas repetidamente el juego va evolucionando. Las reglas son extremadamente sencillas:

- Si una celda está viva sólo sobrevive si tiene 2 ó 3 vecinas vivas.
- Si una celda está muerta, sólo revive si tiene 3 vecinas vivas.

La evolución del juego se produce por aplicación repetida de las reglas sobre todas las celdas del tablero. La parte verdaderamente fascinante de esta construcción matemática, y la razón por la que la traemos a la palestra, es cómo desde este “diseño” aparentemente simple y superficialmente sin mucho sentido, aparecen comportamientos definidos. Basta con dar con la configuración inicial o semilla oportuna.

Esto sería un ejemplo (obra de Jason Bailey) de una posible configuración (es indiferente si es inicial o es el resultado ya de varias “generaciones”):



Y a continuación les invitamos a visualizar algunos ejemplos animados:

- Un patrón sofisticado: <https://www.youtube.com/watch?v=xP5-ileKXE8>
- El conjunto de Mandelbrot: <https://www.youtube.com/watch?v=cTZkEAYeRis>
- Un reloj digital: <https://www.youtube.com/watch?v=3NDAZ5g4EuU>
- Una máquina de Turing: <https://www.youtube.com/watch?v=My8AsV7bA94>
- Un ordenador programable:
<https://www.youtube.com/watch?v=8unMqSp0bFY>

Esfera III Adarve Altea

ADARVE

- ... (ánimense y denle a Google, hay infinitas combinaciones, múltiples grupos de gente experimentando e inventando nuevas secuencias, etc etc)

Como curiosidad, existe hasta toda una rama de arte denominada “arte generativo”, basada en estas ideas de autómatas celulares. He aquí una exposición online: <https://www.katevassgalerie.com/game-of-life-emergence-in-generative-art-1>

Además de un montón de propiedades muy interesantes para los matemáticos, el Juego de la Vida exhibe una propiedad fundamental, que es la razón por la que hemos creído oportuno hacer toda esta divulgación inicial. Les hablamos de lo que se conoce como **comportamiento emergente**, o lo que es lo mismo, el comportamiento de un sistema que no se puede deducir a partir del análisis individual de sus partes. El comportamiento emergente se puede en todo caso observar y en algunos casos gestionar o controlar a partir de las relaciones entre todas las partes.

El comportamiento emergente está por todas partes, y si no lo conocían es probable que a partir de ahora no dejen de reparar en él. En Física y Química (partículas subatómicas y sus interacciones determinando el comportamiento de cuerpos más grandes y de la materia en general), en Biología (cualquier ser vivo como la expresión de la combinación de sus células y elementos externos; sin entrar en que la célula a su vez es un sistema que exhibe este comportamiento), bandadas de pájaros que se mueven formando caprichosas figuras en el cielo, como movidas por una inteligencia de grupo, cardúmenes de peces en presencia o ausencia de depredadores, el tráfico en las carreteras y sí, lo han adivinado, la macroeconomía como resultado de las interacciones de ¿infinitos? actores individuales o los mercados financieros.

En general, un sistema que exhibe estas características de “emergencia” es imposible de predecir o de “completar” matemáticamente. Esto no quiere decir que sean totalmente caóticos (aunque algunos lo son) y que no se puedan estudiar ciertas propiedades e intentar deducir, siempre probabilísticamente, hacia qué conjunto de estados futuros es más probable que el sistema se mueva.

Llegados a este punto y suponiendo que aún no hayan perdido la paciencia, pues entendemos que han venido aquí a intentar mejorar su conocimiento sobre el proceso de inversión de **Adarve Altea** y el funcionamiento del fondo del que son partícipes (o en todo caso, simpatizantes), se estarán preguntando qué tiene que ver todo esto con nuestro proceso inversor.

Esfera III Adarve Altea

ADARVE

Adarve Altea es un **conjunto de modelos**, cada uno de ellos determinado por una serie de reglas concretas, específicas, y cuidadosamente seleccionadas para que sean lo más ortogonales posibles (es decir que no repitan resultados) tanto entre ellas como entre los distintos modelos que se configuran. No son únicamente estas reglas, sino las relaciones entre ellas por su combinación resultante en conjuntos de

acciones, y la **diversificación** que introducen necesariamente en el global de la cartera, las que resultan en una cartera cuyo comportamiento es muy difícil de deducir a partir del análisis de cada una de las partes. A cambio, obtenemos **diversificación y robustez**, cualidades muy importantes a la hora de decidir dónde asignar una parte de nuestros ahorros.

Esto, sin embargo, no acaba aquí. Ustedes, como asignadores de capital finales en sus ahorros, también pueden beneficiarse de jugar al Juego de la Vida de Conway, seleccionando otros vehículos que complementen el papel que desempeña Adarve Altea en su cartera, siempre confiando en empujar las probabilidades, aunque sea ligeramente, hacia la zona donde se encuentra su objetivo y aprovechándose de esa comida gratis a la que nos invita la diversificación, y esa tranquilidad y robustez que introducen el conocer que detrás de sus selecciones hay un proceso que entienden y que son capaces de seguir en los momentos más difíciles, momentos que únicamente se puede navegar si se ha definido un plan previamente compatible con nuestros objetivos y que se adapta a nuestra psicología.

Esfera III Adarve Altea

ADARVE

Respecto a la Comunicación.

Recuerden que pueden interactuar con nosotros de manera directa en +D, aquí:

<https://foro.masdividendos.com/t/adarve-altea-2021>

Sobre este Trimestre que cerramos.

Algunos datos que les pueden interesar son:

Valor Liquidativo a 14/01/2021: **114,64**

Rentabilidad en el año (YTD): **+ 9,49%**

Rentabilidad en los últimos 3 meses: **+ 21,23 %**

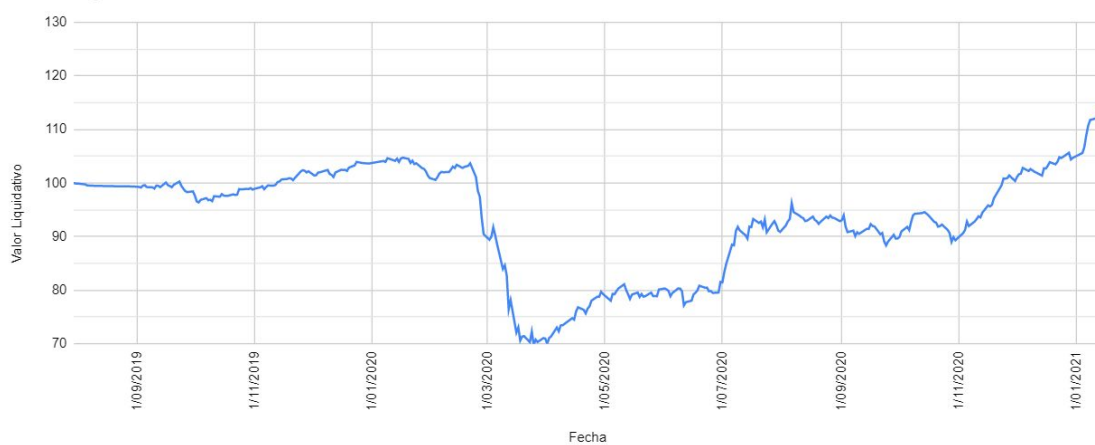
Rentabilidad en el último año: **+ 9,66%**

Rentabilidad desde el comienzo: **+ 14,64 %**

Rentabilidad del Modo Mr. Tran-Tran¹: **+ 24,81%**

Evolución del Valor Liquidativo desde el principio hasta 14/01/2021:

Valor Liquidativo Esfera III Adarve Altea FI



¹ Índice simulado de la posible rentabilidad de un partícipe que ha invertido desde el comienzo una cantidad fija todos los meses

Esfera III Adarve Altea

ADARVE

CARTERA ACTUAL



Global X FDS Global X Copper Miners ETF
Global X FDS MSCI Nigeria ETF

Wedbush ETFMG Video Game Tech ETF
SPDR Series Trust SP OIL GAS EQUIP SVCS ETF

Esfera III Adarve Altea

ADARVE

Ratios más representativos, representados en cuartiles.

Entienda el lector que estos ratios agregados son la consecuencia, no el origen, de nuestros criterios de selección objetiva.

Margen Bruto		
59 % <small>mb percentil 25%</small>	37 % <small>mb percentil 50%</small>	19 % <small>mb percentil 75%</small>
ROIC		
27 % <small>roic percentil 25%</small>	20 % <small>roic percentil 50%</small>	12 % <small>roic percentil 75%</small>
Deuda / EBITDA		
0,1 <small>d/e percentil 25%</small>	0,9 <small>d/e percentil 50%</small>	2,6 <small>d/e percentil 75%</small>
Crecimiento de BPA 5Y (CAGR)		
17,2 % <small>cb percentil 25%</small>	7,6 % <small>cb percentil 50%</small>	-0,9 % <small>cb percentil 75%</small>
EV / EBITDA		
4,2 <small>ev/eb percentil 25%</small>	6,0 <small>ev/eb percentil 50%</small>	8,4 <small>ev/eb percentil 75%</small>

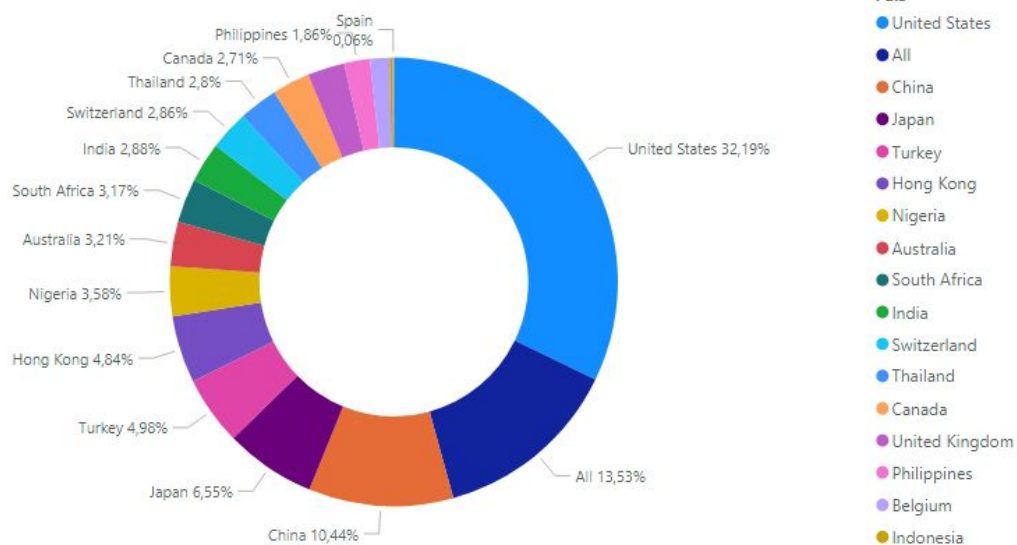
Diversificados en estrategias

La mayoría de las empresas que tenemos en cartera tienen un margen bruto superior al 37% (profitability), un ROIC superior al 20% (quality), una deuda menor a 0,9 veces Ebitda (muy poca deuda), un crecimiento del beneficio durante los últimos cinco años superior al 7,6% anual (growth) y un EV inferior a 6 veces el Ebitda (value)

ADARVE

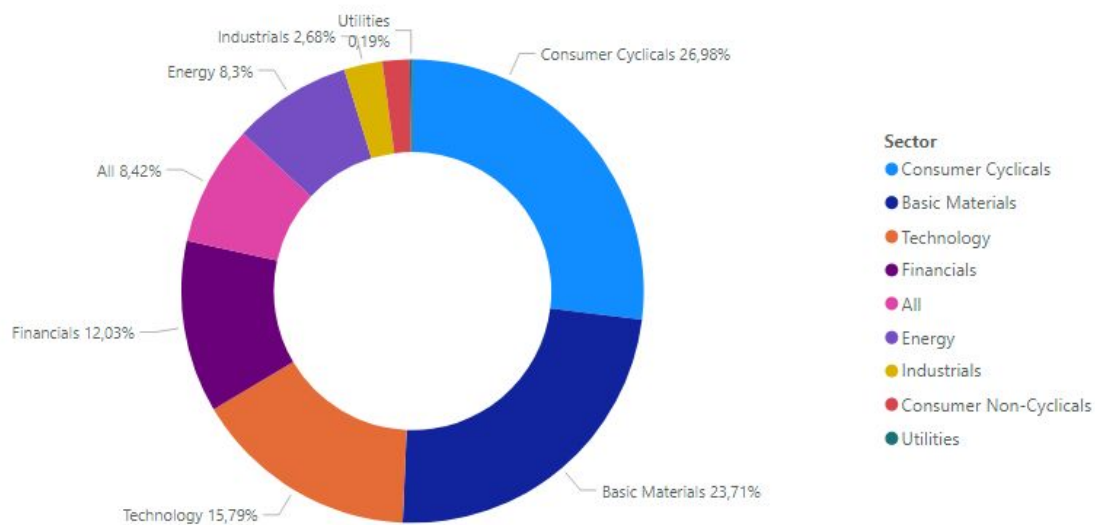
Diversificados geográficamente

Distribución por País



Diversificados por sector de actividad

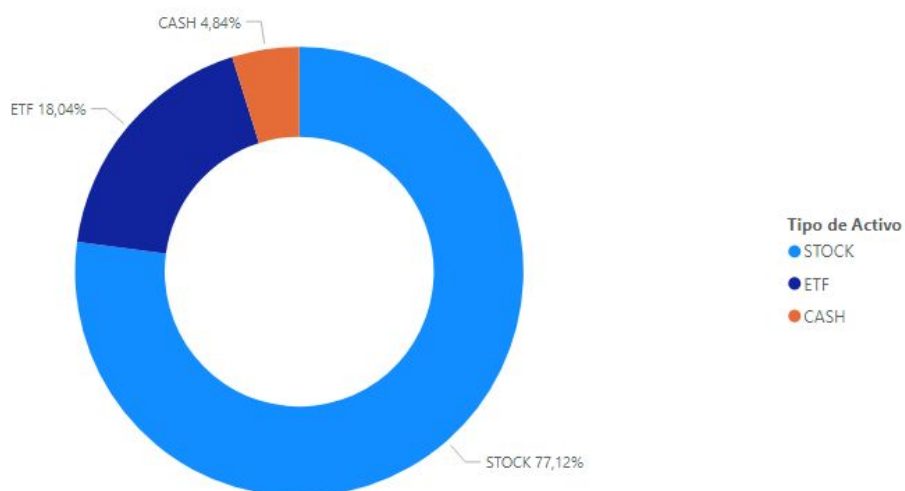
Distribución por Sector



ADARVE

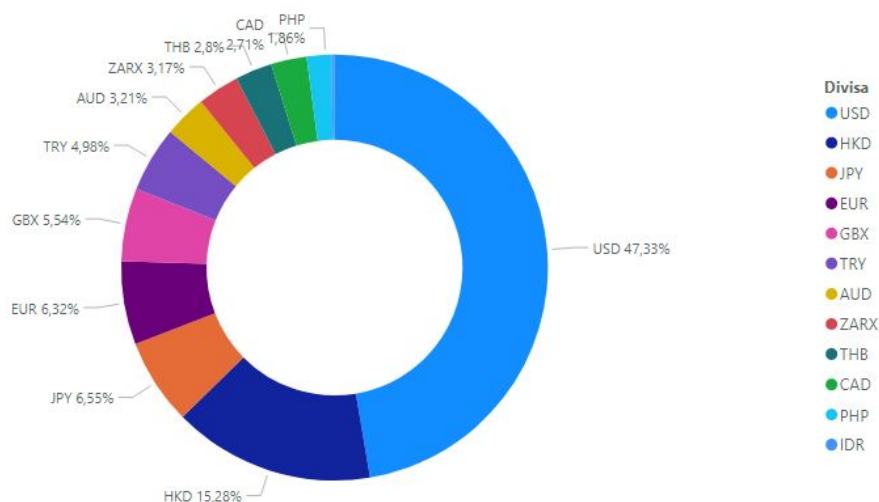
Tipos de Activo

Distribución por Tipo de Activo



Distribución por divisa

Distribución por Divisa



Como ustedes saben, no tenemos política de cubrir la divisa, eso nos ha perjudicado un 10,5% desde nuestros inicios, pero nadie sabe si esto seguirá siendo así o lo contrario.

Esfera III Adarve Altea

ADARVE

Reflexión final

La volatilidad, y el riesgo que plantea para la consecución de nuestros objetivos financieros, son probablemente algunos de los conceptos peor utilizados en la industria del ahorro y la gestión de activos. Presos del cortoplacismo y de los resultados trimestrales ¡o incluso mensuales!, muchos profesionales, condicionados por la presión de los objetivos comerciales de sus firmas, intentan más o menos abiertamente, y opinamos que en detrimento de sus partícipes, “gestionar la volatilidad”. Tristemente, este planteamiento se ha trasladado a buena parte del mundo inversor, incluso en la parte institucional, produciendo en el mejor de los casos resultados subóptimos tanto para los inversores como para procesos de inversión que sin duda podrían ser perfectamente válidos.

En Adarve, entendemos que la volatilidad es algo intrínseco e imprevisible y sólo tiene sentido observarla a muy alto nivel en el marco de la asignación de activos global de cada cartera, en función de los objetivos personales y de la tranquilidad personal de cada ahorrador.

Uno de los grandes privilegios de la forma en que hemos diseñado Adarve Altea es que somos dueños de nuestro propio destino y esto nos libera de tener que pensar en la volatilidad como lo hace gran parte de la industria. Hemos podido comprobar que nuestros partícipes entienden y están muy alineados con este planteamiento, pues además de haberlo podido constatar en nuestra interacción con algunos de ustedes, hemos visto cómo el capital ha seguido llegando al compartimento en los momentos más delicados de los últimos meses, incluso en volúmenes superiores a otros momentos de mayor tranquilidad.

Esta flexibilidad corroborada tan potentemente por el alineamiento de nuestros partícipes, nos permiten tener mucha confianza en la responsabilidad que ustedes nos otorgan para obtener los resultados que esperamos en el largo plazo, un largo plazo que se renueva, igual que su confianza en nosotros, cada día.

Esperamos que esta comunicación haya sido de su agrado,

Atentamente,

El equipo de Adarve.

Esfera III Adarve Altea