

www.adarve-fondos.com



CARTA TRIMESTRAL

FEBRERO

2022

ADARVE

GESTIÓN DE ACTIVOS

2 de febrero de 2022

Estimados partícipes,

Cada momento en los negocios ocurre sólo una vez. El siguiente Bill Gates no construirá un sistema operativo. Los siguientes Larry Page o Sergey Brin no volverán a hacer un motor de búsqueda. Así inicia Peter Thiel, "De Cero a Uno", obra en la que condensa su experiencia desde la creación de PayPal, su posterior venta y la visión adquirida tras muchos años dando vida a compañías tecnológicas, bien como fundador o bien como inversor.

El pensamiento de Thiel resulta especialmente interesante cuando uno profundiza en lo que lo hizo realmente diferente. La figura de René Girard se muestra especialmente relevante según nos adentramos en las raíces del pensamiento de Thiel. Girard, profesor de Stanford, historiador y filósofo francés, plantó en la mente del joven Thiel, una simiente que posteriormente este fue inoculando en las mentes del resto de los miembros de la conocida PayPal mafia, como por ejemplo Elon Musk, fundador de Tesla, Reid Hoffman fundador de LinkedIn o el equipo fundador de YouTube. Pero más allá de este equipo original la semilla también germinó en otras importantes personalidades de Silicon Valley como Mark Zuckerberg.

En "Cosas ocultas desde la fundación del mundo", Girard da forma a la teoría del deseo mimético. Sintetizando, podríamos decir que desde que somos niños y empezamos a hablar lo hacemos por imitación. Conforme vamos entrando en la edad adulta continuamos de manera consciente e inconsciente imitando aquellas conductas que nos parecen admirables. El mundo se convierte por tanto en un mar de posibilidades donde tarde o temprano desearemos lo mismo que otro tiene y por tanto surgirá la envidia, y tras la envidia el conflicto y la violencia.

Girard observó que cuando en una misma sala ponemos diez juguetes exactamente iguales y hacemos entrar a diez niños, muchos juguetes quedan sin dueño y varios niños pelean por el mismo juguete. Al final es simple y llanamente naturaleza humana.

Ya en la edad adulta, continuamos deseando aquello que otros tienen y, con desigual fortuna, aprendemos a lidiar con estas luchas y frustraciones. No sólo es el deseo de apropiación el que entra en juego con cosas tan sencillas, sino que incluso con la admiración pasa algo similar y tendemos a idealizar e imitar a nuestros referentes. Curiosamente, Girard recomienda no tener referentes vivos, pues tarde o temprano acabaremos compitiendo con ellos.

Thiel aplicó este marco mental a la inversión en compañías y se centró en invertir en aquellas que, lejos de buscar la competición, huyen de ella centrandose en un secreto que todavía no ha sido descubierto, bien por ser un secreto del orden natural o bien por versar sobre el comportamiento humano. Una vez uno interioriza la teoría de Girard es francamente complejo no ver este modelo en gran cantidad de comportamientos empresariales o domésticos que nos rodean.

Como inversores es frecuente que nos suceda algo similar; el deseo mimético nos empuja a subirnos a aquello que mejor desempeño ha tenido en los últimos tiempos o simplemente a emular a nuestros referentes tratando de copiar su modelo mental. No sin cierta fortuna quizá llega el momento en que uno se da cuenta de que sólo existe un Warren Buffet, un Chuck Akre o un Jim Simons y que su proceso inversor tiene mucho más de oculto que lo que es posible leer en cientos de entrevistas y escritos.

La nueva Microsoft no será una pujante empresa que trate de arrebatarse a esta su posición competitiva en sistemas operativos será otro animal, probablemente operando en un nicho completamente distinto y que la masa inversora percibirá negativamente en sus inicios. El nuevo Fundsmith no será un fondo que tenga posiciones similares a las de Terry Smith, sino probablemente otro fondo, con otro estilo de inversión, que pasará por sus propias dificultades al igual que lo hizo Terry Smith al iniciar sus pasos hace ya unos cuantos años. El Warren Buffet español difícilmente tendrá algún parecido con el original, y tarde o temprano el honor se convertirá en condena.

El deseo mimético en el mundo de la inversión es algo fácilmente observable echando un simple vistazo a las redes sociales. Las compañías más seguidas y adoradas en el momento suelen ser las que peor desempeño tienen durante los siguientes años. La

razón es bastante sencilla: si todo el mundo está de acuerdo con un axioma acerca de una compañía, la cotización lo irá recogiendo, retroalimentando así este bucle que puede durar largos periodos de tiempo. En algún momento la percepción cambia, entrando de este modo en un nuevo bucle que deprime el precio del activo hasta niveles de capitulación, momento en que los inversores que más convicción han tenido deciden aceptar las pérdidas y vender, marcando en ocasiones el inicio de un nuevo ciclo.

“Muchos de los que hoy están en lo más alto caerán y muchos de los caídos resurgirán” escribió Horacio hace cientos de años. Esta máxima sin duda refleja los cambios de sentimiento en los mercados de capitales, mercados que, recuerden, “suelen optar por hacer el mayor daño posible al mayor número de inversores posible”. Por esto, y por ninguna otra razón, es un principio fundamental para cualquier inversor el tener una visión propia e independiente, unas veces coincidente y otras discrepantes del pensamiento imperante en ese momento.

En el mundo de la inversión, la tentación de estar siempre en los mejores activos del momento es intensa. Cuando nos preguntan la razón por la cual no damos más peso a aquellos modelos que mejor desempeño presentan o por qué reducimos el peso de los más golpeados, nosotros tenemos claro que no somos capaces de adivinar el futuro y que la mayor protección de la renta variable la encontramos en la diversificación.

Peter Bernsntein lo comentó muy acertadamente en su entrevista con Jason Zweig

“Y veo la diversificación no solo como una estrategia de supervivencia, sino como una estrategia agresiva, porque la próxima ganancia inesperada podría venir de un lugar sorprendente. Quiero asegurarme de estar expuesto a ello. Alguien dijo una vez que si te sientes cómodo con todo lo que tienes, no estás lo suficientemente diversificado.”

Desde nuestros comienzos siempre tuvimos bastante claro que nuestra hoja de ruta poco o nada tendría que ver con la del resto de productos de la industria y asumimos que partes de nuestro proceso tendrían un fuerte sentimiento contrarian, y que esto nos podría poner las cosas más complicadas en un principio. Explicar que la importancia de nuestras primeras posiciones vistas individualmente es un dato irrelevante y que Adarve sólo se entiende cuando vemos las ratios de la cartera como

un todo, es algo tremendamente complejo en un mundo que se mueve con una corriente distinta.

¿Qué tiene que ver una empresa que invierte en promoción inmobiliaria en Suecia construyendo centros educativos como SBB con el gigante Apple? ¿Qué relación puede haber entre un ETF fuertemente contrarian en este momento como el que sigue al índice MSCI China de compañías financieras con otro que invierte en la cadena de valor de las baterías de litio?

Por separado probablemente nada, pero son el resultado de un proceso de selección a través de once lentes diferentes. Unas con un sesgo a compañías que asociaríamos al proceso de valoraciones muy deprimidas (empresas muy baratas), otras se podrían asociar al segmento de compañías de crecimiento, unas de pequeña capitalización, otras de gran capitalización, unas en mercados subdesarrollados y otras en las primeras economías del mundo.

Entender esto es de vital importancia, pues una vez este virus se inocula en nuestras mentes es tremendamente complejo volver a una visión simplista del porqué de las cosas en el mundo inversor. No tiene ningún sentido esperar que un fondo se comporte como el MSCI World si las posiciones que lo forman se alejan de las que tiene el índice. No tiene sentido cuando lo bate o cuando tiene un rendimiento inferior a lo esperado, pues simple y llanamente son animales distintos. No tiene sentido tampoco compararse con otros inversores siguiendo el deseo mimético, pues nuestras circunstancias y la elaboración de nuestras carteras dependerá únicamente de nosotros. La comparación más oportuna que hay que establecer es la del coste de oportunidad individual de cada uno, el qué haría y a qué se expondría con cada uno de los activos de su cartera o a qué se dejaría de exponer si no los tuviera. Nosotros pensamos que Adarve Altea da una exposición muy particular a la renta variable con un riesgo muy similar en el peor de los casos y con grandes posibilidades de hacerlo mejor.

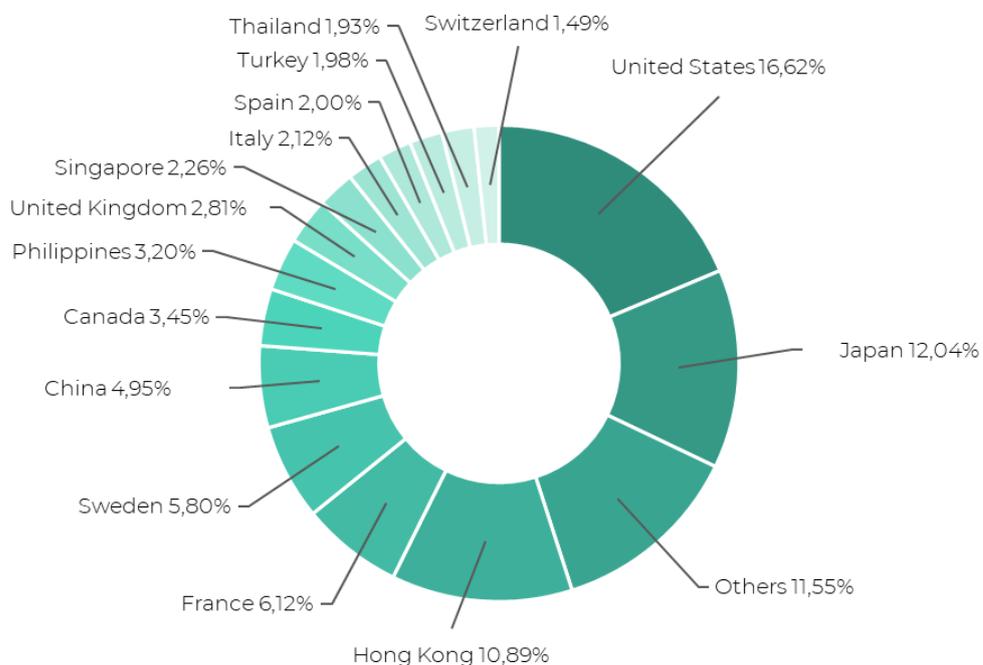
Precisamente hace una semana estuvimos comentando acerca del rendimiento del fondo en 2021 y se nos ocurrió construir nuestro particular MSCI World forzando la exposición de este a la exposición por países que aparece en Adarve Altea. Por supuesto, somos conscientes de que el plazo transcurrido es lo suficientemente corto

como para no sacar conclusiones muy determinantes.

Ha sido un año extraordinariamente alcista, sobre todo en los mercados desarrollados, plano en la mayoría de mercados asiáticos y negativo para el mercado bursátil MSCI China debido, en su mayor parte, a acontecimientos político-empresariales.

En un resumen porcentual por áreas geográficas el mercado americano ha subido del orden del 40%, Europa el 25%, Japón, Hong Kong y Emergentes en una media que oscila el 5%. Como hemos comentado, China ha tenido una corrección anual del -18% y desde máximos, mayor del -40%.

Adarve Altea, como saben, es un producto expuesto al mercado mundial seleccionando empresas por métricas racionales con base en los estados financieros y fundamentales de las compañías. Tanto la selección geográfica como la sectorial son consecuencia del proceso inversor. Esto nos ha llevado a tener una exposición tal y como pueden ver en el gráfico.



Mercados como el Norteamericano y Europeo han sido muy positivos y los asiáticos lo han sido menos o incluso negativos. La diversificación y el proceso inversor en Adarve Altea ha hecho que la rentabilidad anual final sea superior al 25% en 2021.

Se ha realizado el ejercicio de comparar la exposición en cada una de las áreas geográficas en las que está invertido Adarve Altea con los índices MSCI representativos de dicho mercado geográfico. Esto es, ajustar el porcentaje de rentabilidad de los diferentes mercados: MSCI USA, MSCI Europa, MSCI Emergentes, MSCI China, etc. aplicando el porcentaje en los que Adarve Altea está expuesto.

La suma de rentabilidad en cada una de las zonas geográficas en Adarve Altea ha resultado positiva, y superior al 5%, frente a la misma suma de partes con respecto a sus índices comparables (evaluando tanto el mercado global como el de mediana y pequeña capitalización). No deja de ser un hecho, como comentamos anteriormente, circunstancial al evaluar un periodo de tiempo aún no representativo. En cualquier caso, es un indicador que va confirmando de inicio nuestro proceso y metodología.

Como hemos indicado en cartas anteriores volvemos a incidir en los puntos que con perspectiva apoyan el resultado objetivo de Adarve Altea como valor en una cartera:

- **No se busca ser el más rentable o batir a “los mercados” en periodos cortos de tiempo.**

Un producto que esté cada año en la mitad de su percentil de su categoría, es decir, no siendo el mejor ni el peor año tras año, terminará por estar en la parte alta de la categoría que represente.

- **Gestión de riesgo vía diversificación a distintos niveles.**

Diversificación sobre distintos ejes: países, tamaños de empresa, ópticas sobre el mercado, que resulta en una selección de activos “poco comunes” dentro de los vehículos de inversión de la categoría en que nos movemos.

Como saben, nos gusta mostrarles una imagen que sintetiza el conjunto de nuestra cartera:

Margen Bruto

mb percentil 25%	mb percentil 50%	mb percentil 75%
------------------	------------------	------------------

65%	45%	31%
-----	-----	-----

ROIC

ROIC percentil 25%	ROIC percentil 50%	ROIC percentil 75%
--------------------	--------------------	--------------------

33%	18%	12%
-----	-----	-----

Deuda / EBITDA

d/e percentil 25%	d/e percentil 50%	d/c percentil 75%
-------------------	-------------------	-------------------

0,4	1,3	2,9
-----	-----	-----

Crecimiento de BPA 5Y (CAGR)

cb percentil 25%	cb percentil 50%	cb percentil 75%
------------------	------------------	------------------

22,4%	9,5%	3,3%
-------	------	------

EV / EBITDA

ev/eb percentil 25%	ev/eb percentil 50%	ev/eb percentil 75%
---------------------	---------------------	---------------------

4,2	8,5	16,3
-----	-----	------

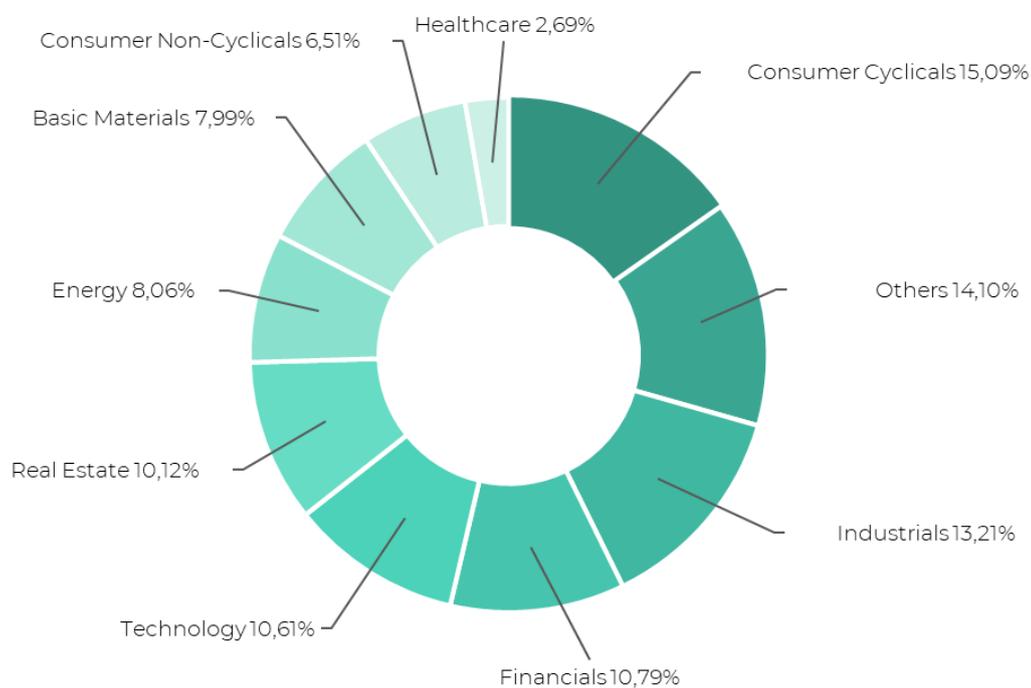
Únicamente a título de recordatorio, esta tabla se leería: «El 25% de las empresas que forman nuestra cartera tienen un margen bruto superior al 65% y el 75% mayor al 31%». Son empresas muy rentables.

Esta y no otra es la forma correcta de ver la inversión en Adarve para nuestros partícipes. Quizá al inicio les cueste adoptar esta perspectiva por su originalidad, pero

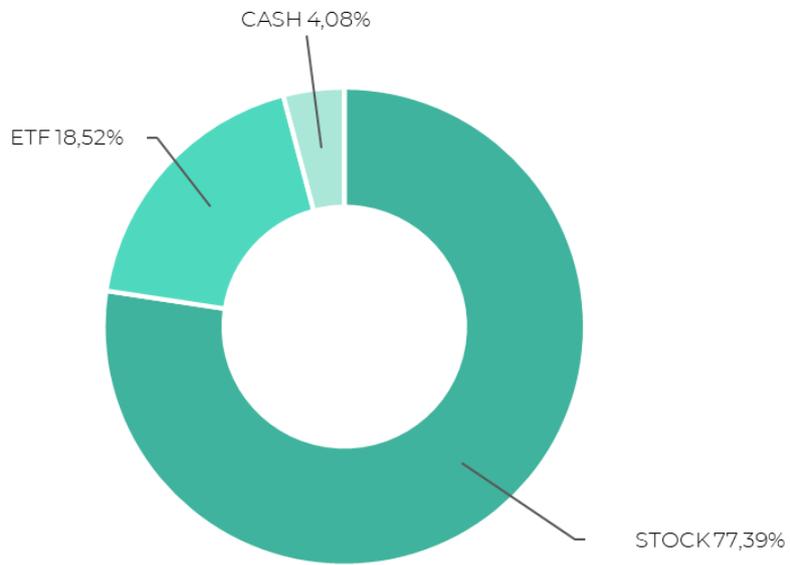
aquí es donde reside su idoneidad como parte de un plan de ahorro y una cartera. Sencillamente, es un punto de vista diferente. Básicamente, no es posible comprar un Adarve español ni extranjero. Sólo hay un Adarve Altea.

Terminando de nuevo con Girard, hay cosas que permanecen ocultas mucho tiempo, hasta que un día sin saber demasiado bien cómo, se hacen totalmente evidentes a la Humanidad y nos cuestionamos cómo, dada su obviedad, han podido permanecer ocultas durante tanto tiempo, siendo ideas tan potentes. Poco importará eso entonces. Seguimos trabajando ahora para que las ventajas competitivas de la opcionalidad, la diversificación y una adecuada gestión del riesgo nos ayuden a tener el mejor futuro posible.

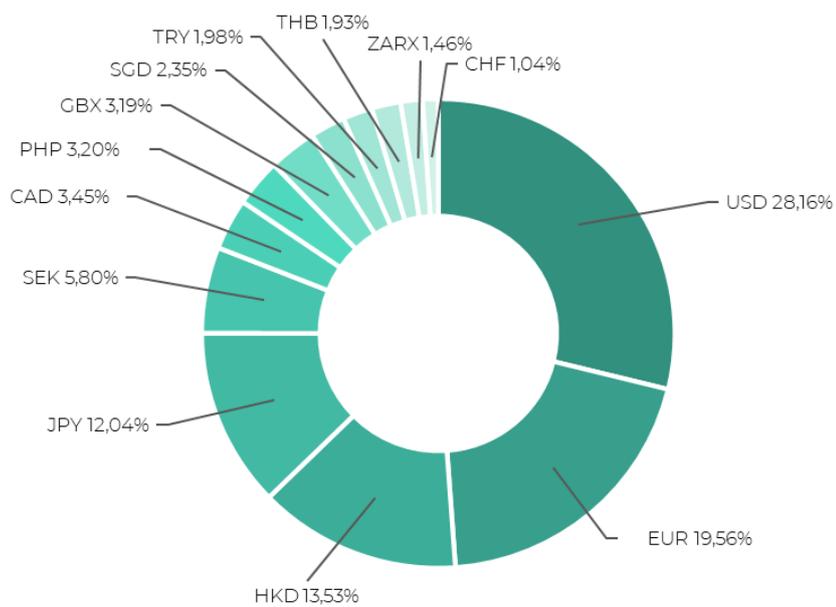
DISTRIBUCIÓN POR SECTOR DE ACTIVIDAD



DISTRIBUCIÓN POR TIPO DE ACTIVO



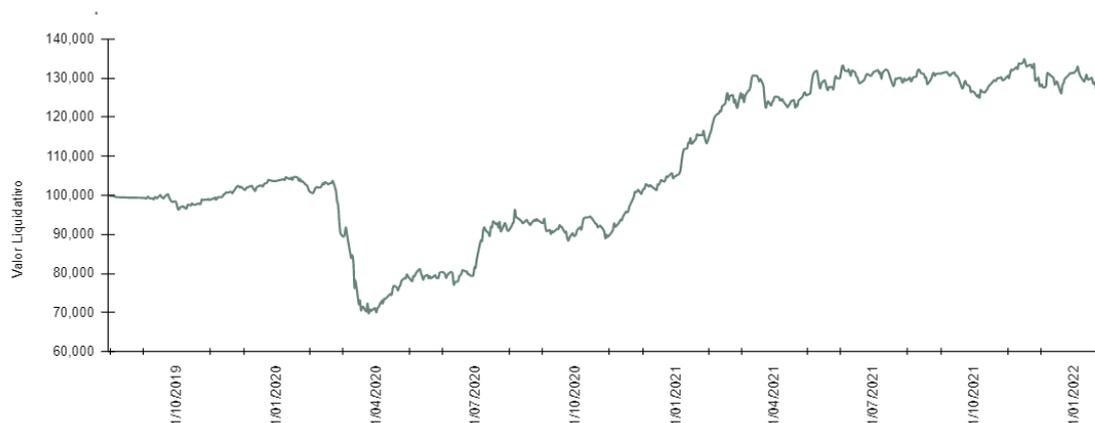
DISTRIBUCIÓN POR DIVISA



4º TRIMESTRE 2021

Valor Liquidativo a 31/01/2022	128,24
Rentabilidad en el año (YTD)	- 2,40%
Rentabilidad en los últimos 3 meses	- 1,12%
Rentabilidad en el último año	+ 13,18%
Rentabilidad desde el comienzo	+ 28,24%
Rentabilidad del modo «Mr. Tran-Tran»	+ 28,64%

EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO DESDE EL INICIO HASTA 31/01/2022



CARTERA ACTUAL



Sofi Social 50 ETF

Invesco Exchange Traded SmallCap Energy ETF

Global X Lithium Battery Tech ETF

Global X FDS MSCI China Financials ETF

Invesco Exchange FD TR II S&P Global Water

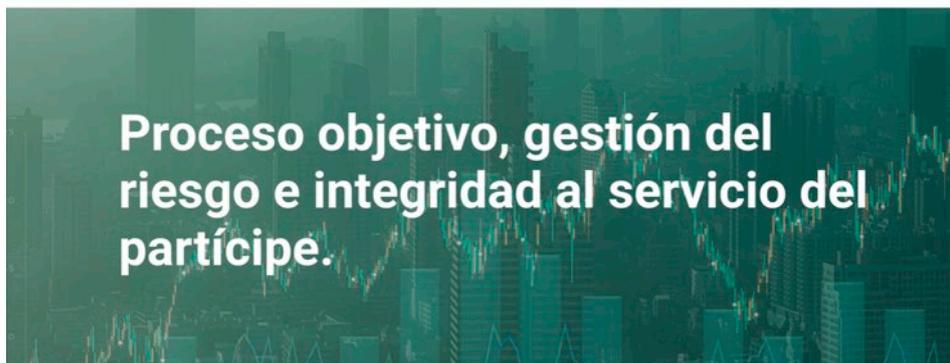
ISPDR Series Trust SP Oil Gas Equip ETF

ADARVE ALTEA EN LOS MEDIOS

Durante las semanas anteriores a la edición de esta carta, el equipo de Adarve ha intervenido en determinados espacios de comunicación con la entrevista de Manuel Pérez Segado en NegociosTV, así como Jose Vicente Aguilar en Capital Radio.

- Manuel Pérez Segado en Negocios TV
- José Vicente Aguilar en Capital Radio

PRINCIPIOS



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

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

Y seguirnos en la cuenta de Telegram: https://t.me/adarve_gestion