

16 de abril de 2020

Estimados amigos,

Es difícil para nosotros escribir estas líneas en medio de una crisis sanitaria a nivel mundial, pues realmente hay cosas bastante más importantes que el dinero ahora mismo en juego, y la más importante es que ustedes y los suyos estén bien. Sin embargo, ustedes han confiado sus inversiones en nosotros, y nuestro deber de mantener una comunicación transparente y directa nos hace pensar que si al menos podemos poner nuestro granito de arena para reducir las preocupaciones que puedan atravesar en este momento, es nuestra obligación hacerlo.

Sería muy fácil para nosotros escribirles ahora, si el drama humano no estuviera presente, pues realmente, estas fuertes caídas son algo habitual, necesario y sobre todo, positivo para la inversión. No querer tener caídas, es como querer estar vivo, pero querer vivir todos los días sin noches. Para que haya luz, debe haber oscuridad. Son partes irrenunciables y necesarias.

Empezando por la parte positiva, queremos decir que estamos muy contentos, pues *ustedes, que son la parte más importante*, han demostrado una vez más que entienden el proyecto, han aumentado aportaciones, y seguimos incorporando más partícipes, contando ya con casi 500. Se demuestra por el momento, que el perfil de los partícipes era el que buscábamos. Gente convencida con el proceso, que confía en nosotros, que entiende que para cimentar el éxito inversor hay que pensar de modo independiente y que el sol volverá a salir.

En esta carta vamos a intentar explicar un poco más en detalle el funcionamiento de Adarve Altea. Esperamos humildemente les sirva para conocer un poco más nuestro estilo de inversión.

Nos parece importante, asimismo, basándonos en nuestros errores vividos en el pasado, compartir con ustedes algunas experiencias previas, que no lecciones, que quizá puedan resultarles útiles para estos días o meses que se avecinan, en los que después de la fuerte tormenta, no sabemos lo que vendrá, pero es bastante probable que no sean tiempos fáciles.

La primera parte y más importante, se resume en dos palabras: **No capitule**. De todos los errores que se pueden cometer, este es probablemente, el más perjudicial. Sucumbir al miedo y lanzarse al mar en medio de una tormenta, sólo puede tener un final. El mundo seguirá girando y las buenas compañías seguirán adelante. El miedo nos ha permitido, en estos días de fuerte zozobra, poder comprar mejores compañías a múltiplos más atractivos. Al final de la carta, les expondremos la cartera en su totalidad, y podrán ver que los modelos han introducido compañías líderes, altamente especializadas, operando en sectores que probablemente se vean favorecidos por vientos de cola debido a la situación que atravesamos.

*“En las crisis, sé consciente del peligro, pero reconoce la oportunidad”. John F. Kennedy*

¿Qué debe hacer un inversor en este nuevo escenario? Lo mismo que tuviera pensado hacer antes de que el mundo bursátil se viniera abajo. Cada caso será especial y, como en todas las crisis, habrá gente sin necesidades de liquidez que podrá incrementar compras fuertemente a lo largo de lo que duren las caídas así como otros que deberán reenfocar sus recursos. Cualquier opción será correcta.

No hay que tener prisa, no debe exponerse nunca más allá de lo que sus necesidades le permitan. Y aquí viene el segundo consejo más importante. ***Es imposible optimizar al máximo esta situación.*** Acéptenlo y se ahorrará una gran cantidad de sufrimiento en balde.

Seguro que habrán oído en múltiples ocasiones aquello de “lo mejor es enemigo de lo bueno”, y es exactamente la máxima que debería regir en sus vidas durante los siguientes meses. Siempre habrá alguien que compre más barato, que tenga mejores rendimientos, que haya acertado más con su selección de activos etc... pero esto no va de eso. Esto va de tener un plan y seguirlo. Navegar con días de sol, lluvia, tormentas, viento a favor o viento en contra. No existe el óptimo, sólo existen decisiones inteligentes y decisiones estúpidas, y muchas veces resulta imposible conocerlas ex ante, por lo que sufrir por los “¿Y si?” de la vida, es completamente estéril. La vida es una calle de sentido único, no pierdan sus energías en preocuparse de lo que hubiera sido. Sólo sigan adelante. La fortaleza mental siempre brota cuando le permites que avance un día más.

No les vamos a decir que estamos ante una oportunidad única para los próximos diez años, por la razón simple y llana de que no lo sabemos, y lo mejor de todo es que realmente nadie lo sabe. Sin duda, comprar a mejores precios, siempre es y será bueno, aún cuando estos precios puedan seguir mejorando (a la baja), los siguientes meses. Esta crisis nos va a afectar a todos, de una manera u otra, y por ello hay que tener claro que a gran parte de las compañías, también, y de un modo incierto.

Como saben, repetimos mucho aquello de “los mercados tienen la capacidad de hacer el mayor daño posible, al mayor número de inversores posibles”, y esto sí que pensamos que es una verdad inmutable. Miles de millones de inversores de todo el mundo, una vez más, habrán entrado o entrarán en pánico, y venderán sus activos en los peores momentos. Muchos harán el tránsito a activos considerados refugio, sólo para darse cuenta de que la nueva trampa estaba lista y preparada para que fueran directos hacia ella. Si no creen lo que les decimos, simplemente piensen en cómo ha cambiado su vida durante las últimas semanas.

Nadie sabe realmente cómo va a evolucionar esto durante los siguientes meses. La situación podría dar un vuelco rápido con la aparición de fármacos que reduzcan drásticamente la mortalidad, los mercados podrían volver a cotas altas al ver noticias esperanzadoras o podríamos entrar en una larga recesión que nos

pusiera difícil las cosas a todos en muchos aspectos de nuestras vidas. Quizá un escenario medio, quién sabe.

En medio de una tormenta, con poca visibilidad, uno necesita más que nunca aferrarse a sus herramientas para salir adelante. Una buena brújula que le indique a donde ir y sus aparejos de navegación. Las nuestras son el proceso, y la ejecución que nos hemos marcado. No tenemos dudas, ni hay cambios de planes. Simplemente seguimos el camino trazado, y continuamos atravesando la tormenta. Sin miedo, con la confianza de quien sabe que está haciendo lo correcto y que ya ha navegado aguas similares e incluso más complejas.

Nos sentimos muy orgullosos de ver que el equipo funciona, que seguimos sin tener que hacer nada que no queramos y que por tanto, podemos permitirnos hacer lo que sabemos que debemos hacer sin preocuparnos de más. Esta tranquilidad es la que nos permite centrarnos en Adarve, y conseguir que a largo plazo el proyecto sea un éxito para todos los partícipes.

*Siempre se encuentran grandes relatos al hablar de compañías específicas: fascinantes historias de grandezas y miserias que acaban maravillosamente para el sabio stock picker que es el héroe del cuento (...) Por supuesto aunque las historias suenan mejor en el mundo de la selección de valores discrecional, hay un pequeño problema: ¡En general no funciona! (...) Tanto la lógica económica como un gran corpus de investigación muestran que el stock picking discrecional, en general, no es el camino para hacerse rico*

*Clifford Asness - Your Complete Guide to Factor Based Investing*

Uno de los grandes retos que nos encontramos a la hora de explicar qué hacemos en Adarve Altea es explicar que en realidad es un fondo de gestión activa a la manera tradicional. Durante muchos años la industria, y particularmente el nicho del estilo conocido como *value investing*, ha hecho un gran ejercicio divulgativo sobre el proceso inversor, y esto ha redundado en el elevamiento de la cultura financiera de un nicho minoritario de inversores, lo que sin duda es positivo. Consideraciones políticas e ideológicas al margen, esta labor es importante y ha redundado en el beneficio de los que se han sabido aprovechar. Son legendarias las comunicaciones que algunos grandes gestores emitieron en la crisis de crédito de 2008. Los partícipes que supieron escucharles se beneficiaron al no convertir las pérdidas de capital en permanentes y aprovecharse de las importantes revalorizaciones que surgieron al albor de la recuperación económica. Fruto de su templanza, lograron superar con creces los máximos precrisis siguiendo a los índices con y sin dividendos en su camino hacia los máximos históricos absolutos.

Como todo en la vida, siempre hay un precio a pagar, todo acaba siendo un compromiso; cuando uno optimiza en una dirección, se acaba quedando corto por otro extremo, como la proverbial sábana demasiado corta que nos impide taparnos la cabeza y los pies al mismo tiempo. En el caso de la narrativa de la inversión en valor, los comunicadores, quizá por ilustrar con algo más de vividez su proceso, quizá por hacer algo más digeribles sus áridas enseñanzas, y por qué no, para darle un poco de mercadotecnia al asunto, que no olvidemos que las gestoras son también negocios, empezaron a introducir ejemplos de sus tesis de inversión y de cómo habían llegado a la conclusión de que sus elecciones eran excelentes negocios para invertir en las mismas. En una vuelta de tuerca más, empezaron a aparecer también las conferencias, webinars, videos, reuniones con inversores, etc. etc. donde se intentaba también rentabilizar la buena imagen del gestor.

Sin discutir los méritos de los gestores cualitativos o discrecionales, que indudablemente los tienen como demuestra su éxito entre la comunidad inversora, en Adarve creemos que existe *otra forma lógica de hacer las cosas*, una forma que no exige ser un gran experto en una empresa determinada y que centra el peso de la investigación no en lo concreto sino en lo general. En Adarve tratamos de caracterizar empresas por su asociación a ciertos factores que entendemos predictivos de la capacidad de la empresas de tener un buen desempeño en el futuro. Estos factores, sin embargo, no son complejas fórmulas matemáticas; muchos de ellos, si escuchan atentamente, los podrán reconocer en el discurso del gestor cualitativo. También los podrán deducir si ustedes mismos se ponen a pensar en qué es lo que hace falta para que un negocio prospere: activos (lo que el negocio utiliza para que sus clientes decidan entregarles su dinero) y rentabilidad (el valor que extrae el negocio del dinero que le dan sus clientes)

Esto parece sencillo, aunque no es simple. Aunque este rastro de los activos y la rentabilidad está plasmado en dos de los principales estados financieros, el balance y la hoja de ingresos y gastos, hay muchas formas de enfocar el tema y distintos matices que son precisamente los que despojan a este problema de esa simplicidad que, paradójicamente, nos llevaría a un mercado totalmente eficiente. En este escenario sería imposible ganar dinero por encima del crecimiento natural de la actividad de negocio y no existirían empresas que fueran a quebrar.

Uno de los principales pensadores e inversores de éxito que más nos influyeron y nos abrieron los ojos a una metodología de seleccionar valores sin especular en cuál va a ser el desempeño futuro del negocio o tratar de establecer cuál es el insight cualitativo que el mercado no está viendo pero nosotros sí, fue Joel Greenblatt. En su clásico, "El pequeño libro que bate al mercado" Mr. Greenblatt expone una metodología que se basa precisamente en el balance y en la rentabilidad filtrando empresas por criterios dimanantes de los citados estados financieros. Greenblatt aporta datos sobre el desempeño del modelo que propone al que llama, desafortunadamente, Magic Formula Investing, y explica

cuál es la razón de que siga funcionando y no haya sido compensado por el mercado: la dificultad que tiene el inversor en *mantener un método que aunque a la larga acabe haciéndolo mejor que el mercado, en ocasiones persiste durante muchos meses en rendimientos que aparentemente no justifican esta persistencia, en comparación con, por ejemplo, la inversión pasiva.*

En Adarve Altea, inspirados por Mr. Greenblatt y otros gigantes como él, ha madurado el fruto de muchos años intentando crear modelos que, a partir de los estados financieros, busquen diversas facetas que caractericen **a las compañías excelentes que el mercado no está sabiendo valorar correctamente.** Exactamente igual que lo que buscan los inversores cualitativos, pero llegando a este conocimiento por un camino alternativo. Nosotros, aunque también nos gusten las historias, no aportamos el bagaje empresarial y epistémico de estos grandes inversores. Diríamos que nuestro modelo inversor se basa en algunas hipótesis que se han ido más o menos comprobando en la literatura:

- Los mercados no siempre son eficientes
- Un modelo bien diseñado y ejecutado bate de forma consistente a la mayoría de los expertos
- Si una empresa presenta unos atributos de forma consistente, expresados en sus estados financieros, es más probable que siga desempeñando bien en el futuro
- En la información y el análisis, lo mejor es lo enemigo de lo bueno, y muchas veces un exceso de información acaba siendo contraproducente
- Los sesgos son indisolubles del comportamiento y del desempeño humano. El intentar disociar la ejecución de una estrategia de la interpretación cualitativa es una forma de reducir el riesgo de caer en estos sesgos

Como decimos, y por ilustrar un poco más algunas de las cosas que expresamos en nuestros modelos, todo parte del balance (la seguridad de la empresa) y de la rentabilidad. Existe un axioma irrechazable en el mundo de la valoración: **el valor de cualquier activo es el de la suma de los flujos de caja netos que el activo va a producir para su propietario a lo largo del tiempo, descontados con el tipo apropiado.** Este modelo mental es muy útil, pero es increíblemente sensible a los datos que se utilizan para su cálculo, y nosotros preferimos verlo como hacen Rappaport y Mauboussin en su gran libro "Expectations Investing". Como el utilizar el descuento de flujos para valorar no es algo con lo que nos sentimos cómodos por esta hipersensibilidad a los parámetros de entrada, **nos fijamos en los valores pasados del balance y la rentabilidad.**

Al igual que distintas empresas en función de la industria o sector al que pertenecen tienen distintos "economics", disponemos de distintos modelos que intentan expresar formas, digamos que oblicuas entre sí, de seleccionar distintas empresas, por ejemplo:

- **El modelo Magic**, nombrado en honor a Mr. Greenblatt, que escoge empresas con una rentabilidad sobre activos operativos normalizada (para evitar escoger flores de un solo día) en el mejor 20% del total de empresas y además también busca el margen bruto (lo que factura un negocio menos lo que le cuesta su producción) en este mejor quintil. Algunos ejemplos de empresas que en este momento podría seleccionar este modelo: Gilead, Philip Morris, Biogen, 3M, F5 Networks, Colgate...
- **El modelo Negativo**, inspirado por Charlie Munger, en el que, tomando un enfoque inverso, seleccionamos empresas quitando precisamente a las peores para quedarnos con una sorprendente selección, por eliminación, de las empresas que no están en el peor subconjunto en ninguna de diversas facetas. Ejemplos seleccionables por el modelo: Humana, Orion Corporation, Capcom, Fujifilm, Novo Nordisk...
- **El modelo Porcino**, nombre inspirado por cuando nos despreciaban a los PIIIGS y buscamos un modelo que inspirado en las enseñanzas de Graham, y reutilizando muchos de sus criterios, añadió una capa de momento para escuchar una de las señales más fuertes que nos brinda el mercado, el desempeño reciente del precio del activo. Algunas empresas seleccionables por este modelo: Werner Enterprises, Walmart, NTT Docomo, Gilead, Tate & Lyle
- **El modelo RRR**, acrónimo cuyo origen no desvelaremos, que intentó escoger las enseñanzas de algunos de los más grandes como Rubén Saldaña, Tom Russo y alguno que otro más y nos depara empresas como las siguientes: Itaú Unibanco, United Rentals, Kroger, America Movil, General Dynamics, Best Buy...

Como podrán comprobar, llegamos a muchas selecciones que coinciden con las que habrán visto entre los picks de muchos gestores cualitativos de prestigio y con trayectoria, pero claro, es que esto no podía ser de otra manera, pues aunque no lo crean, todos extrapolamos para llegar al futuro mirando lo que nos cuenta el pasado, y esta no es más que nuestra forma de atacar el problema que se nos plantea. Un método riguroso, analítico y respetuoso con nuestras limitaciones. Como todo método es importante que lo entiendan y se sientan convencidos de él, y es mediante estas comunicaciones como iremos intentando mejorar esta comprensión, con la mayor transparencia posible. Un método en el que depositamos, con toda nuestra ilusión y nuestro respeto, nuestros ahorros y lo que es más importante, los de nuestros amigos y nuestras familias, donde

pensamos crecer como el bambú, haciendo una base sólida que lleve el tiempo que necesite para brotar firmes, flexibles y capaces de adaptarnos a los elementos. Cualidades que, con el bambú, comparte esa creación maravillosa que es el ser humano. Gracias por acompañarnos en este viaje.

### *Respecto a la Comunicación.*

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

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

### *Sobre este Trimestre que cerramos.*

Algunos datos que les pueden interesar son:

Valor Liquidativo a 14/04/2020: **74,78**

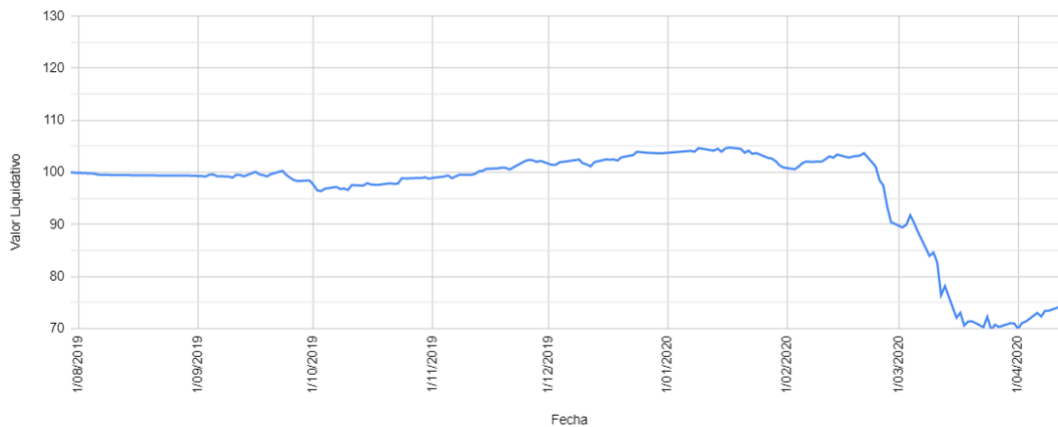
Rentabilidad en el año (YTD): **-27,87 %**

Rentabilidad en los últimos 3 meses: **-28,19 %**

Rentabilidad desde el comienzo: **-25,22 %**

Evolución del Valor Liquidativo desde el principio hasta 14/04/2020:

Valor Liquidativo Esfera III Adarve Altea FI



## Cartera



Vanguard World Fund Extended Duration TREAS ETF

Global X FDS Uranium ETF USD

Xtrackers II Eurozone Government Bond 25

DBX Trust Xtrackers Harvt China SHS Small CAP



NOMBRE	WEBSITE	ACTIVIDAD
CLOROX CO	<a href="https://www.clorox.com/es/productos/">https://www.clorox.com/es/productos/</a>	Fabricante de productos de desinfección
COWELL E HOLDINGS INC	<a href="http://www.cowelleholdings.com/en/business.aspx?sm=3_1">http://www.cowelleholdings.com/en/business.aspx?sm=3_1</a>	Fabricante de cámaras y productos ópticos para teléfonos móviles, portátiles etc... LG , Samsung
DBX ETF TRUST XTRACKERS HARVT CHINA A SHS SMAL CAP ETF		ETF de compañías small caps (pequeña capitalización) chinas.
G.E.SAN JOSE	<a href="https://www.grupo-sanjose.com/">https://www.grupo-sanjose.com/</a>	Empresa española de construcción y energías renovables
GILEAD SCIENCES INC	<a href="https://www.gilead.com/">https://www.gilead.com/</a>	Compañía biotecnológica estadounidense dedicada a investigar, descubrir, desarrollar y comercializar fármacos para tratar enfermedades
GLOBAL X FDS URANIUM ETF USD		ETF de compañías que operan con el uranio.

GROUPE GUILLIN	<a href="http://www.groupeguillin.fr/">http://www.groupeguillin.fr/</a>	Fabricante de embalajes para el sector alimentario
HAINAN MEILAN INTERNATIONAL-H	<a href="http://www.mlairport.com/autoweb/autoweb/ml_en_index.html">http://www.mlairport.com/autoweb/autoweb/ml_en_index.html</a>	El mayor Aeropuerto internacional de la isla de Hainan Meilan (China)
HOCHIKI CORP	<a href="https://www.hochiki.co.jp/global/">https://www.hochiki.co.jp/global/</a>	Sistemas de detección de incendios
IS YATIRIM ORTAKLIGI ANOMIM	<a href="https://www.isyatort.com.tr/">https://www.isyatort.com.tr/</a>	Holding de inversión de Turquía
KAMEI CORP	<a href="https://www.kamei.co.jp">https://www.kamei.co.jp</a>	Holding de empresas japonés con múltiples áreas de negocio.
KROGER CO	<a href="https://www.kroger.com/">https://www.kroger.com/</a>	Empresa estadounidense de supermercados
MASIMO CORPORATION	<a href="https://www.masimo.com/">https://www.masimo.com/</a>	Fabricante del sector salud de tecnologías no invasivas para monitorizar pacientes.
NEUCA SA	<a href="https://neuca.pl//onas/informacje/grupa-neuca">https://neuca.pl//onas/informacje/grupa-neuca</a>	Líder polaco en la distribución de productos farmacéuticos
NOMURA RESEARCH INSTITUTE LT	<a href="https://www.nri.com/en">https://www.nri.com/en</a>	La mayor empresa japonesa de consultoría de gestión e innovación económica

NTT DOCOMO INC	<a href="https://www.nttdocomo.co.jp/english/">https://www.nttdocomo.co.jp/english/</a>	Operadora de telefonía móvil japonesa
NU SKIN ENTERPRISES INC	<a href="https://www.nuskin.com/es_ES/home.html">https://www.nuskin.com/es_ES/home.html</a>	Empresa estadounidense de productos para el cuidado personal y suplementos dietéticos
OESTERREICHISCHE POST AG	<a href="https://www.post.at/">https://www.post.at/</a>	Correos austríaco.
Orion Corporation B	<a href="https://www.orionpharma.es/">https://www.orionpharma.es/</a>	Empresa finlandesa que desarrolla, fabrica y comercializa productos farmacéuticos, ingredientes farmacéuticos activos y pruebas de diagnóstico para los mercados mundiales.
PETMED EXPRESS INC	<a href="https://www.1800petmeds.com/">https://www.1800petmeds.com/</a>	Farmacia on line para productos veterinarios
SALVATORE FERRAGAMO	<a href="https://www.ferragamo.com/shop/esp/es">https://www.ferragamo.com/shop/esp/es</a>	Empresa italiana de artículos de lujo, con sede en Florencia, Italia
SEAZEN GROUP LTD	<a href="http://www.seazen.com.cn/en/about/GroupOverview.html">http://www.seazen.com.cn/en/about/GroupOverview.html</a>	Octavo mayor grupo inmobiliario de China
TARGET CORP	<a href="https://www.target.com/">https://www.target.com/</a>	Cadena de grandes almacenes estadounidense

VANGUARD WORLD FUND EXTENDED DURATION TREAS ETF		ETF de deuda estadounidense
VERIZON COMMUNICATIONS	<a href="http://www.verizon.com">www.verizon.com</a>	Compañía global de banda ancha y telecomunicaciones estadounidense
XTR.II EURZ.GOV.BD 25+ 1C		ETF de deuda de países europeos plazo superior a 25 años