



[www.adarve-fondos.com](http://www.adarve-fondos.com)



CARTA TRIMESTRAL

**ABRIL**  
**2021**

ADARVE

GESTIÓN DE ACTIVOS

22 de abril de 2021

Estimados partícipes,

A menudo nos hemos preguntado cómo puede uno crearse un buen marco mental para invertir a largo plazo, y aunque dentro del equipo asesor tenemos visiones bastante parecidas en lo esencial, es en los matices donde realmente encontramos la riqueza sobre la que hemos cimentado Adarve. Una diversidad que nos acompaña desde que empezamos y que forma parte de nuestra manera de crear, modelar y mejorar Adarve, como un proyecto sólido que a día de hoy cuenta con la confianza de más de 700 inversores, superando la barrera de los 7,5 millones de euros de activos bajo gestión.

Al igual que Howard Marks escribió en su libro *«Lo más importante para invertir con sentido común»*, pensamos que en todo proceso inversor son múltiples las cuestiones que se han de tener en cuenta. En esta carta vamos a responder a cuatro cuestiones, que nos han ido planteando algunos partícipes, que pensamos son de interés general. Dejamos como ejercicio recreativo a su intuición adivinar qué cuestión responde cada uno de los asesores.

---

### 1. **¿Cómo analizar el rendimiento de un fondo de inversión? ¿Por qué no es necesario ser siempre el mejor para lograr rendimientos satisfactorios?**

---

El primer punto sobre el que no nos cansamos de insistir, es la **importancia de tener un buen proceso** como base para cimentar todo lo que uno irá implementando durante su vida inversora. Un proceso a largo plazo, combinado con el control en la gestión del riesgo, nos dará la mayor probabilidad de capturar la rentabilidad buscada.

Para ilustrar este punto, nos gustaría comenzar con una historia que, a buen seguro, resultará familiar a los amantes del motociclismo.

En 1999, en el campeonato de motociclismo de 125cc, Emilio Alzamora se alzó con el título de Campeón del Mundo sin haber ganado una sola carrera. Creemos que es

interesante que conozcan, aunque sea de forma resumida, cómo se desarrollaron los acontecimientos:



Masao Azuma, piloto japonés favorito al título, gana las tres primeras carreras y cinco de las primeras ocho contiendas. A partir de ahí, resultados menos exitosos y retiradas le alejan de tener opciones por el título final.

Marco Melandri, que hasta entonces no había tenido buen comienzo, gana los tres siguientes grandes premios, que llegarán a ser cinco en todo el Campeonato, y llega a la última carrera jugándose el Mundial.

Emilio Alzamora se planta en la última carrera con la opción de hacerse con el título. Si Melandri gana, tendría que quedar en segunda posición.

A pesar de que Marco Melandri, vencedor en esta última carrera, intentó hacer cometer errores a Emilio Alzamora, este logró mantener la calma, llegando en segundo lugar y proclamándose Campeón Mundial por un solo punto de diferencia. Melandri ganó en una de las victorias más amargas que se recuerda en la historia de los Grandes Premios.

Para cerrar la curiosidad, comentar que, en el Gran Premio de Australia del campeonato en cuestión, Emilio Alzamora se cayó de su motocicleta reanudando su marcha, pero lejos de la posición número 15, último lugar posible para ganar un punto. Ángel Nieto, jefe de filas del equipo, ordenó a su hijo, que competía por los puntos, que se retrasara para hacer que Alzamora pudiera puntuar. Ese punto, a la postre, resultó necesario para ganar el mundial de ese año.

Tanto Azuma al inicio como Melandri al final de la temporada fueron de los mejores. Al término del Mundial también finalizaron muy arriba; tercero y segundo

respectivamente. Queda para la reflexión personal de cada inversor si, como en el caso de estos pilotos, lo más adecuado está o no reñido con lo más conveniente o eficiente.

Volvemos a incidir en que vivimos en un mundo probabilístico, pequeños cambios o situaciones aleatorias pueden determinar el devenir en un sentido u otro en el corto espacio de tiempo. Un proceso determinado ejecutado de forma sistemática con una operativa no emocional, de alguna forma, compensará en el tiempo la balanza de unos y otros sucesos, haciendo que el resultado final, si no el mejor, sea muy razonable.

---

## 2. ¿Qué importante cualidad aporta valor al partícipe?

---

El segundo punto que vamos a exponer ahonda en una de las cualidades que, si bien no es condición suficiente para ser buen inversor, conduce necesariamente a disfrutar de una vida inversora razonablemente digna, protegiendo al inversor de esa inexorable naturaleza cíclica de los mercados que parecen inevitablemente resueltos en dañar al mayor número de inversores, transfiriendo el capital del bolsillo del inversor impaciente al del paciente.

Viviendo en la era de la inmediatez, el bombardeo de estímulos al que se ve sometido cualquier persona durante su día a día, ha reducido considerablemente nuestra capacidad de mantener la atención y ha estrechado la lente con la que habitualmente miramos o proyectamos nuestras inversiones a largo plazo. Un largo plazo que, pese a ser un marco temporal que todos creemos longevo, es en realidad bastante más largo en la teoría que en la práctica.

Si el lenguaje de las empresas es la Contabilidad, el lenguaje de los fondos de inversión es el Valor Liquidativo, y pocos inversores son capaces de librarse de la maldición de comprar cuando el Valor Liquidativo sube y vender cuando este baja. La interpretación no reconocida, por tanto, de «*este fondo es bueno*» porque el Valor Liquidativo lo ha hecho bien, y «*este fondo es malo*» porque el Valor Liquidativo ha quedado descorrelacionado a la baja de los índices, unida al bombardeo de información en tiempo real, hacen que nuestra capacidad de juzgar lo realmente importante en un fondo de inversión, que no es sino su proceso inversor, quede no más que en palabras

vacías que nos decimos a nosotros mismos, alegrándonos cuando el Valor Liquidativo sube y desesperándonos cuando baja.

En nuestra experiencia, pocas medicinas hay para este mal, pues como el tiempo nos ha demostrado «*nadie espabila en cabeza ajena*», pero si tuviésemos que elegir una cualidad que bien cultivada ayuda y mucho a vivir una vida inversora plena, quizá entre otras posibles, hablaríamos de la **templanza**, que según la R.A.E. tendría las siguientes acepciones.

**Del lat. *temperantia*.**

1. *f. Moderación, sobriedad y continencia.*
2. *f. Benignidad del aire o clima de un país.*
3. *f. Pint. Armonía y buena disposición de los colores.*
4. *f. Rel. En el cristianismo, una de las cuatro virtudes cardinales, que consiste en moderar los apetitos y el uso excesivo de los sentidos, sujetándolos a la razón.*
5. *f. desus. temple (l punto de dureza o elasticidad).*

Mantener la cabeza fría cuando las cosas se ponen feas, y créannos que tarde o temprano siempre lo hacen, o al contrario, cuando la euforia nos invade, es sin duda la mayor ventaja competitiva del inversor inteligente, que sujeta firme el timón en cualquier tiempo y ante cualquier circunstancia.

Volviendo a la definición académica de la templanza, en el mundo inversor se ha hablado mucho de la primera acepción, y quizá también de la cuarta, pero en esta ocasión nos gustaría profundizar un poco en la menos explorada quinta de las acepciones: el temple como condición necesaria para que un inversor mejore su resistencia en un entorno generalmente hostil como el que nos ocupa.

El temple es un proceso por el cual determinadas aleaciones se fortalecen y endurecen. Para que este proceso tenga lugar, es necesario que el material alcance cierta temperatura para, a continuación, enfriarse muy rápidamente.

Si el proceso no se lleva a cabo correctamente, el material cristalizará y se romperá con extrema facilidad. Sin embargo, si el proceso termina correctamente, el material tendrá unas nuevas propiedades mecánicas que lo harán mucho más resistente.

En la vida de un inversor sucede algo similar. Cualquier inversor que lleve años en esto sabe perfectamente que no es lo mismo hablar de una crisis sin haberla vivido que

haberla sufrido en las propias carnes. En un entorno en el que determinados activos suben de manera extraordinaria, una gran cantidad de inversores noveles (y no tan noveles) quedan marcados por la impronta de carecer de un proceso o de tomar por uno cualquier estrategia complicada y necesariamente circunstancial, dejándoles presos de expectativas, simple y llanamente, irreales.

Unos sobrevivirán y otros no volverán a acercarse de nuevo durante el resto de sus vidas a la inversión, por la misma razón que el gato escaldado del agua fría huye. La única receta que conocemos para evitar el riesgo que se describe pasa por mantener un razonable equilibrio entre las expectativas alcanzables y la citada templanza que nos ayudará a mantener los instintos primarios sometidos a nuestros intereses y no al contrario.

Las crisis son y serán, por tanto, muy útiles para todo aquel que sepa separarse del ruido y templarse como inversor. Recuerden esto y pondrán las probabilidades a su favor para tener una vida inversora razonablemente digna, tranquila y satisfactoria.

---

### **3. ¿Por qué no hacemos ni creemos en los backtesting a la hora de crear nuestros modelos?**

---

Una de las preguntas recurrentes sobre el proceso inversor de Adarve Altea, gira alrededor de lo que se conoce como backtesting, que consiste en probar tu proceso sobre los datos del pasado. Esta actividad, más factible en procesos fuertemente numéricos, se complica considerablemente según nos metemos en procesos con selecciones más «cualitativas». Vamos a intentar explicar cómo vemos nosotros esta actividad y por qué pensamos que introduce una serie de riesgos y sesgos con los que no nos sentimos cómodos. Para ello, permítannos introducir consideraciones con un pasaje de la conocida obra «El ingenioso hidalgo don Quijote de la Mancha». Dice así:

*“(…) Este Ginés, pues, temeroso de no ser hallado de la justicia, que le buscaba para castigarle de sus infinitas bellaquerías y delitos, que fueron tantos y tales, que él mismo compuso un gran volumen contándolos, determinó pasarse al reino de Aragón y cubrirse el ojo izquierdo, acomodándose al oficio de titerero<sup>1</sup>, que esto y el jugar de manos lo sabía hacer por extremo.*

*Sucedió, pues, que de unos cristianos ya libres que venían de Berbería compró aquel mono, a quien enseñó que en haciéndole cierta señal se le subiese en el hombro y le murmurase, o lo pareciese, al oído. Hecho esto, antes que entrase en el lugar donde entraba con su retablo y mono, se informaba en el lugar más cercano, o de quien él mejor podía, qué cosas particulares hubiesen sucedido en el tal lugar, y a qué personas; y llevándolas bien en la memoria, lo primero que hacía era mostrar su retablo, el cual unas veces era de una historia y otras de otra, pero todas alegres y regocijadas y conocidas. Acabada la muestra, proponía las habilidades de su mono, diciendo al pueblo que adivinaba todo lo pasado y lo presente, pero que en lo de por venir no se daba maña. Por la respuesta de cada pregunta pedía dos reales, y de algunas hacía barato, según tomaba el pulso a los preguntantes; y como tal vez llegaba a las casas de quien él sabía los sucesos de los que en ella moraban, aunque no le preguntasen nada, por no pagarle, él hacía la seña al mono y luego decía que le había dicho tal y tal cosa, que venía de molde con lo sucedido. Con esto cobraba crédito infalible, y andábanse todos tras él. Otras veces, como era tan discreto, respondía de manera que las respuestas venían bien con las preguntas; y como nadie le apuraba ni apretaba a que dijese cómo adivinaba su mono, a todos hacía monas, y llenaba sus esqueros<sup>2</sup>.(...)"*

---

<sup>1</sup>: Titiritero

<sup>2</sup>: Bolsas para guardar el dinero

Estamos seguros de que el agudo lector ya se estará preguntando si quizá el mono del relato cervantino respondiera al nombre de “backtesting”. El proceso del backtesting hace lo mismo que el simio: se dota de los datos del pasado y va amasando parámetros y resultados hasta que se amoldan perfectamente al efecto que quiere conseguir, que igual que Ginesillo de Parapilla, el dueño del mono, es el de llenarnos los esqueros.

Es evidente que toda serie de operaciones que funcione bien en general lo hará bien en el pasado, pero esta no es condición necesaria de que lo haga en el futuro, al igual que lo contrario, perfectamente podría suceder que un método, algoritmo o proceso que nunca funcionó pase a brillar durante un periodo de tiempo. Nosotros, sin embargo, al igual que don Ginés, no nos vamos a dar maña en hacer afirmaciones sobre lo por venir. En todo caso, dada la lógica de que para que exista causalidad ha de existir correlación, puede llegar a ser fuerte la tentación de intentar buscar (supuestas) verdades en los datos y esto nos llevaría con total seguridad a callejones sin salida, donde encontraríamos criterios espurios que dejarían de funcionar exactamente en el mismo momento en que los pusiéramos en marcha, de forma inexorable.

Nuestra forma de actuar se basa en entender las variables fundamentales que determinan el desempeño de un negocio, nunca intentando adivinar lo que va a

suceder en el futuro, pero sí confiando en la lógica de la persistencia en los resultados y de la determinación inevitable del reconocimiento en el precio, y lo que es más importante, de la minimización del riesgo seleccionando las variables que tienen sentido; variables que, más allá de algunos detalles técnicos y de la necesidad de normalizarlas para no basarse excesivamente en desviaciones puntuales, cualquiera de Vds. Escogería sin ninguna duda si tan sólo se planteara operar un negocio: deuda, distintos tipos de márgenes, capacidad de reinversión, crecimiento de beneficios, retornos sobre el capital... A expensas de que tengan nombres más o menos rimbombantes y siglas un tanto intimidatorias, hablamos de criterios entendibles, y deducibles, sin más que reflexionar un poco y adquirir el vocabulario adecuado.

Alguno podría esgrimir, en nuestra opinión de forma totalmente válida, que el Momento, es decir, la persistencia de las subidas de precio en activos que ya llevan un recorrido anterior de encarecimiento es un efecto que no puede sino haber salido del backtesting. Hay algo de verdad en esto, pero las hipótesis lógicas en que nos basamos, a saber, la de la adquisición de información gradual por parte de los participantes del mercado por un lado, y la de beneficiarse de la inercia en los movimientos del gran capital por el otro, son en nuestra opinión hipótesis blindadas a la maldición del backtesting. Además, el efecto se ha verificado, como hemos referenciado en múltiples ocasiones, en distintos muy rigurosos estudios que han buscado observarlo en todo tipo de activos, geografías y ciclos de mercado. Fíjense en que esto es muy distinto a ir haciendo múltiples pruebas sobre los datos e ir intentando ajustar los parámetros en función de los resultados.

La misma «meta-lógica» que nos lleva a apoyarnos en el momento se puede utilizar para abordar la cuestión sobre si tiene sentido que la renta variable sea el mejor activo disponible. Pensamos que sí, basándonos en la lógica de la creación de valor, del progreso del mundo y la civilización humana. Observamos que la tecnología, la sanidad, la reducción de la pobreza y el aumento demográfico son causa y consecuencia, se enhebran en una especie de círculo virtuoso, de forma que cada iteración sirve de base para la siguiente etapa del crecimiento económico, crecimiento que no puede suceder sin la actividad empresarial. No menos lógico es que el mercado nos compense por invertir en renta variable, pues, como Vds. bien saben, no se trata de un camino de rosas, procurando, eso sí, pincharnos lo menos posible. Nuestros guantes de jardinero son la diversificación y el otro activo que nos ayuda a conseguir nuestros

objetivos, el efectivo. Más allá de ahí, salvo en el caso de expertos que saben analizar bien situaciones muy específicas, pensamos que ciertas combinaciones a nivel macro no obedecen probablemente más que a la lógica del backtesting y no están alineadas con nuestra forma de ver el ahorro. No descartamos que sea la propia ignorancia la que nos lleva a esta conclusión, pero de momento no nos sentimos cómodos corriendo el riesgo de acertar sobre esta idea.

---

#### 4. ¿Cuál puede ser una manera correcta de ver y analizar Adarve Altea?

---

Hace un par de semanas nos preguntaba uno de nuestros partícipes cómo podría hacer el seguimiento de las empresas que forman parte de nuestro fondo al detalle, de forma similar a como hacía con las empresas participadas por el resto de fondos de su cartera. Nosotros, si nos lo permiten, les sugeriríamos que, si quieren hacer un buen seguimiento de Adarve Altea, **no se fijan en una posición, sino en el conjunto total**. Esto sin impedir que, apoyándose en nuestras publicaciones periódicas, elijan hacer el mismo tipo de seguimiento empresa por empresa.

Este conjunto quizá sea el punto que más nos diferencia de la mayoría de fondos conocidos. ¿Por qué?, pues permítannos que nos apoyemos en el primero de nuestros principios:

##### «Selección objetiva

*Seleccionamos activos de calidad a partir de criterios medibles que han demostrado buenos rendimientos de manera persistente a lo largo del tiempo.»*

En otras palabras, ponemos las **probabilidades a nuestro favor** seleccionando un **conjunto de activos** de acuerdo con unos criterios objetivos y medibles.

Estamos hablando aquí de probabilidad. Para ilustrar el concepto, tomemos como ejemplo a un jugador de baloncesto con un ratio histórico de aciertos en tiros libres del 90%. Si bien no tendremos la certeza de que enceste el próximo tiro libre que lance (al igual de que podamos rentabilizar una posición en una empresa arbitraria de nuestra

cartera), sí es razonable esperar que enceste la mayoría de los próximos 100 tiros libres que lance (y aquí es donde entra lo del conjunto).

En resumidas cuentas, lo que hacemos es algo tan sencillo de entender como esto.

Ahora bien, sería lícito argumentar si entonces es más recomendable fijarse en el conjunto y tener un punto de vista probabilístico, ¿en qué debe un partícipe poner su atención? La respuesta, bajo nuestro punto de vista, es poner el foco en las características de la cartera en conjunto y es aquí donde entran en juego los ratios agregados que publicamos todos los meses.

Sabiendo que a este partícipe que nos preguntó le gusta hacer el seguimiento de las empresas al detalle: analizar su balance, su crecimiento, sus beneficios, etc., le pediríamos que hiciera un ejercicio de imaginación pensando que la cartera de Adarve Altea fuera como una empresa con las siguientes características (nuestros ratios agregados), y nos dijese si consideraría invertir en ella:

- La compañía tiene las operaciones diversificadas en multitud de mercados a nivel mundial, tanto en países desarrollados como emergentes
- El margen bruto de sus operaciones es superior al 39% de sus ventas
- El ROIC (Retorno del capital invertido) es superior al 19%
- La deuda es menor a 1,2 veces EBITDA (Beneficios antes de impuestos, depreciaciones y amortizaciones)
- En los últimos cinco años, su beneficio ha crecido de forma sostenida más de un 9,2% anualizado
- Además, no está cara, porque su Enterprise Value (Valor de compañía) es inferior a 7 veces EBITDA
- **Y lo más importante**, la empresa es capaz de mantenerse alrededor de estos ratios todos los meses, incluso teniendo que tirar, en ocasiones, de la demonizada rotación, que, para nosotros, como hemos comentado en anteriores ocasiones, forma parte del arsenal de ventajas competitivas en las que se apoya nuestro proceso

A continuación, les presentamos los ratios actualizados de nuestra cartera, que publicamos a principios de este mes:

<b>Margen Bruto</b>		
mb percentil 25%	mb percentil 50%	mb percentil 75%
59%	39%	23%

<b>ROIC</b>		
ROIC percentil 25%	ROIC percentil 50%	ROIC percentil 75%
29%	19%	10%

<b>Deuda / EBITDA</b>		
d/e percentil 25%	d/e percentil 50%	d/c percentil 75%
0,1	1,2	2,7

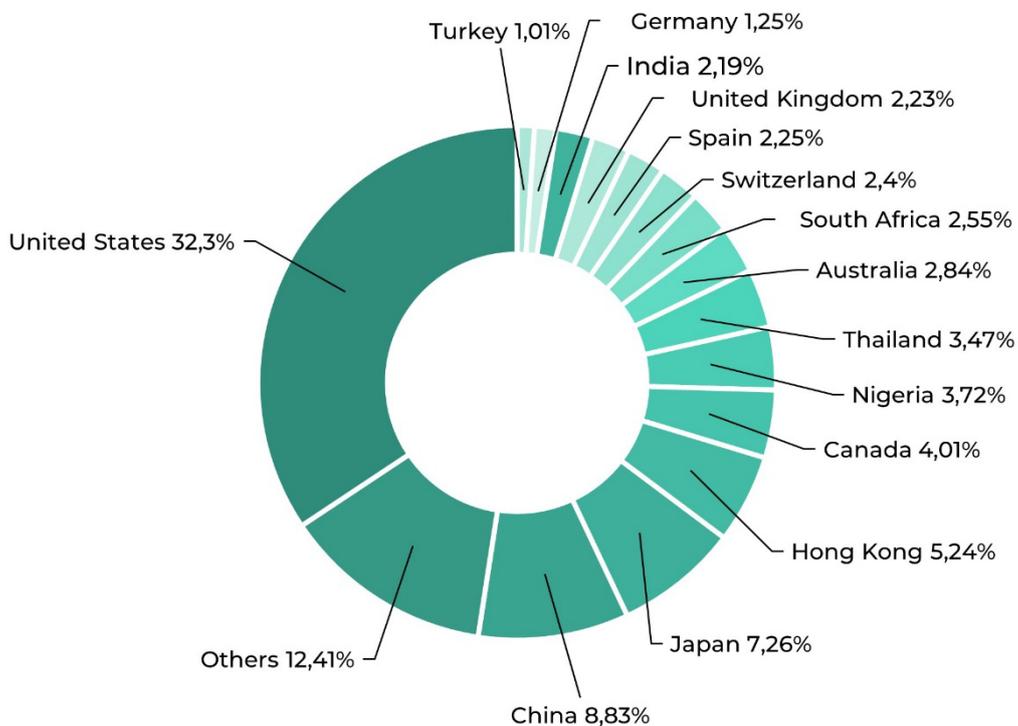
<b>Crecimiento de BPA 5Y (CAGR)</b>		
cb percentil 25%	cb percentil 50%	cb percentil 75%
29,7%	9,2%	0,6%

<b>EV / EBITDA</b>		
ev/eb percentil 25%	ev/eb percentil 50%	ev/eb percentil 75%
4,1	7,0	10,6

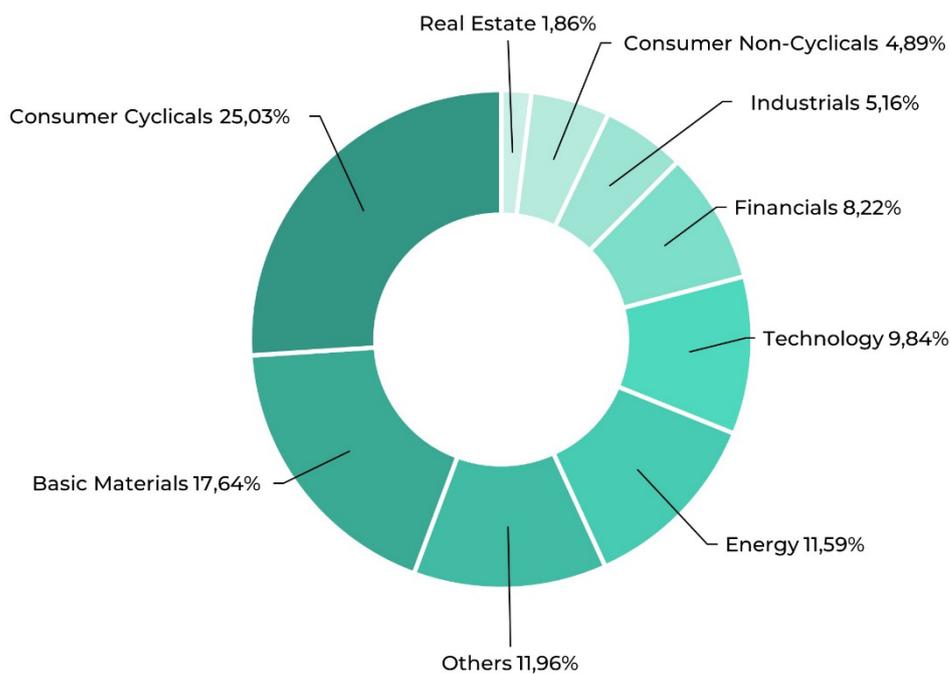
#### DIVERSIFICADOS EN ESTRATEGIAS

La mayoría de las empresas que tenemos en cartera tienen un margen bruto superior al 39% (profitability), un ROIC superior al 19% (quality), una deuda menor a 1,2 veces Ebitda (muy poca deuda), un crecimiento del beneficio durante los últimos cinco años superior al 9,2 % anual (growth) y un EV inferior a 7 veces el Ebitda (value).

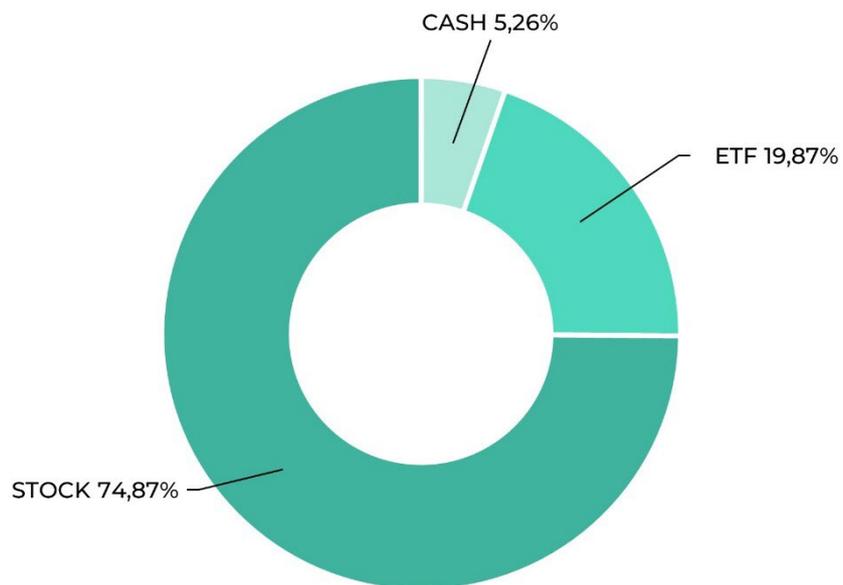
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA



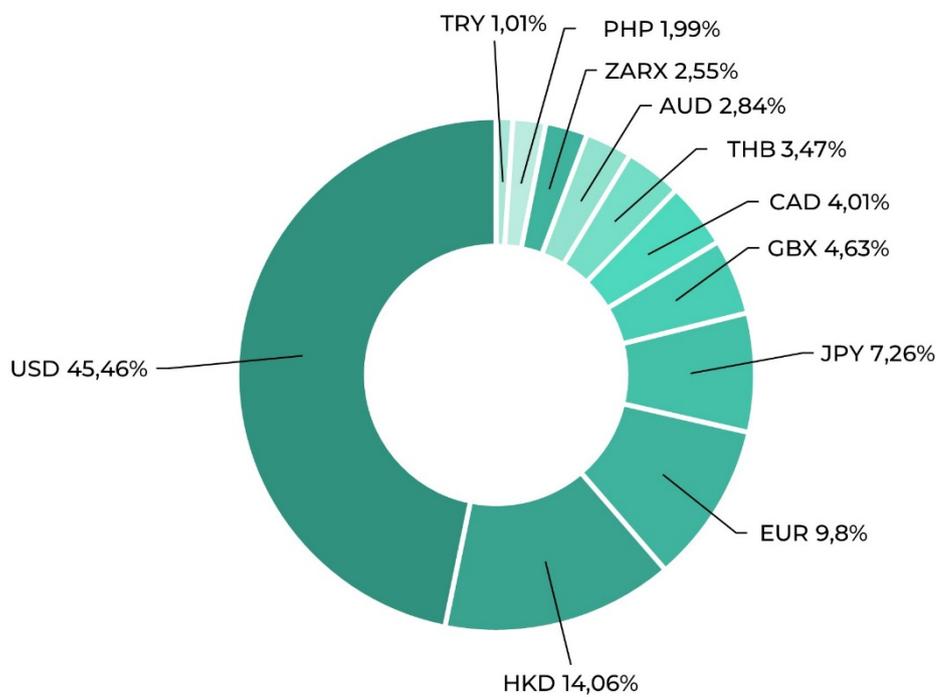
DISTRIBUCIÓN POR SECTOR DE ACTIVIDAD



DISTRIBUCIÓN POR TIPO DE ACTIVO



DISTRIBUCIÓN POR DIVISA

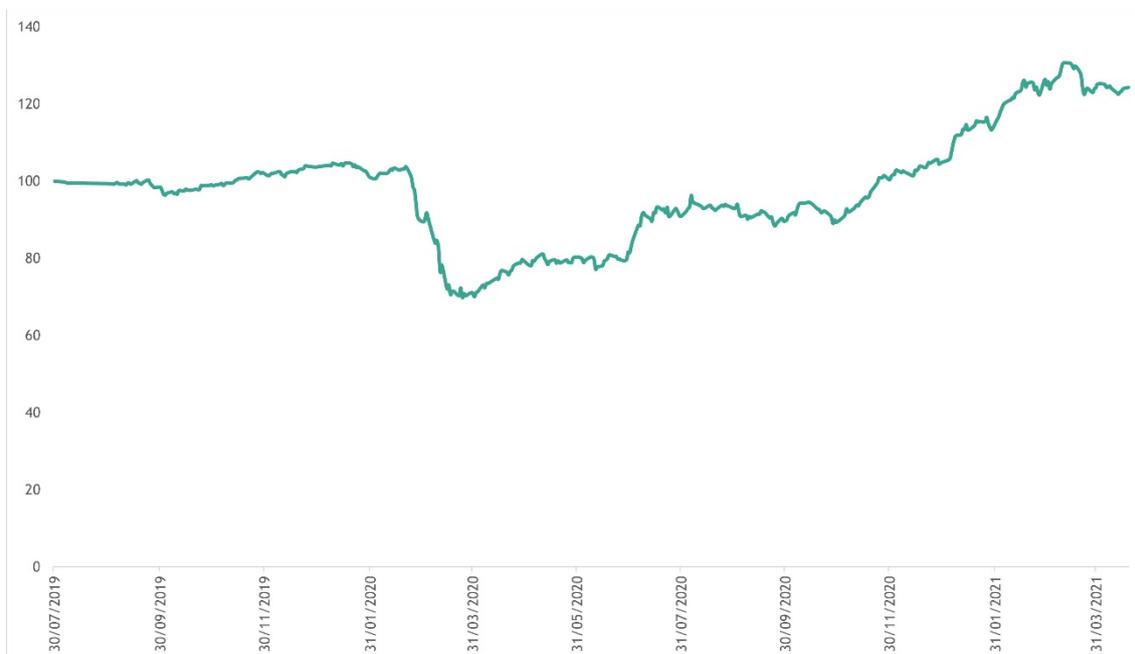


Como ustedes saben, no tenemos política de cubrir la divisa, eso nos ha perjudicado un -8,51 % desde nuestros inicios, pero nadie sabe si esto seguirá siendo así o lo contrario.

**1er TRIMESTRE 2021**

Valor Liquidativo a 19/04/2021	<b>124,29</b>
Rentabilidad en el año (YTD)	<b>+ 18,7%</b>
Rentabilidad en los últimos 3 meses	<b>+ 8,59%</b>
Rentabilidad en el último año	<b>+ 61,81%</b>
Rentabilidad desde el comienzo	<b>+ 24,29%</b>
Rentabilidad del modo «Mr. Tran-Tran»	<b>+ 32,06%</b>

**EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO DESDE EL INICIO HASTA 19/04/2021**



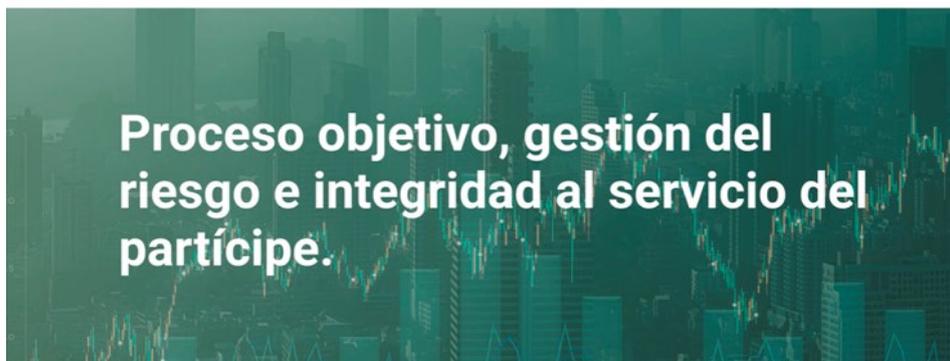
CARTERA ACTUAL



Global X FDS Global X Copper Miners ETF  
 Global X FDS MSCI Nigeria ETF  
 VANECK Vectors Trust Steel ETF

Amplify ETF TR Seymur Cannabis ETF  
 SPDR Series Trust SP OIL GAS EQUIP SVCS ETF  
 AGF Invest TR US Market Neutral ANTI-BETA

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](https://t.me/adarve_gestion)