

Estimado/a inversor/a:

En esta tercera carta anual repasaremos el rendimiento obtenido por el Fondo, profundizaremos en nuestra estrategia de inversión y comentaremos algunas de las principales lecciones aprendidas durante los tres primeros años de vida de Marango Equity Fund, FI.

Marango obtuvo un rendimiento (neto de comisiones) del 17,7% durante los últimos doce meses, acumulando un rendimiento del 39,9% desde el inicio (11,9% anualizado). Los principales contribuyentes al rendimiento anual fueron: Alphabet, L'Oréal, Apple, Intuit y Microsoft. Por su parte, los mayores detractores fueron: Coloplast, MercadoLibre, Masimo, Automatic Data Processing y Amadeus.

	Rendimiento a 1 Año (%)	Rendimiento Acumulado desde el inicio (%)
Marango Equity Fund, FI	+17,7	+39,9
MSCI Europe NR Eur	+27,9	+27,4
MSCI World NR Eur	+31,7	+49,3

Fuente: Bloomberg y MSCI

Marango no tiene definido por folleto ningún índice de referencia o "benchmark". En cualquier caso, y a modo comparativo, incluimos el rendimiento total del MSCI Europe y el MSCI World en euros.

Al igual que dijimos en las anteriores cartas anuales, tres años nos sigue pareciendo poco tiempo para valorar nuestra habilidad a la hora de gestionar el fondo. En cualquier caso, lo que sí podemos afirmar es que Marango, además de obtener un gran resultado, ha demostrado una fuerte consistencia a lo largo del camino.

Como solemos afirmar **es importante hacerlo bien durante las subidas del mercado, pero más importante aún es hacerlo muy bien durante las caídas.** De esta manera, además de no quitar el sueño a nuestros partícipes, aumentamos las posibilidades de obtener un rendimiento satisfactorio y sostenido a lo largo del tiempo. Y Marango lo ha hecho.

Desde el inicio del Fondo los mercados han experimentado varios momentos de elevada volatilidad. El primero, durante el último trimestre de 2018, donde los principales índices bursátiles registraron caídas del 20%, y, posteriormente, a comienzos de 2020 donde se produjo una de las correcciones más rápidas y fuertes de la historia.

Muchos inversores decidieron entonces deshacer sus posiciones (según Fidelity, el 30% de los inversores estadounidenses de más de 65 años vendió el 100% de sus acciones) asumiendo importantes pérdidas y quedando fuera de la recuperación posterior. Otros

hicieron lo mismo durante la crisis financiera de 2009 y, debido a que no volvieron a invertir, se perdieron el mayor mercado alcista de la historia.

Existen diversas razones por la que los inversores tendemos a vender nuestras acciones durante las correcciones bursátiles, pero la más importante radica en nuestra aversión a las pérdidas. Según el psicólogo y Premio Nobel de Economía, Daniel Kahneman, **el dolor que nos producen las pérdidas es más del doble que el placer derivado de las ganancias**¹.

Dicho esto, nos gustaría destacar el comportamiento y la convicción mostrada por nuestros partícipes a lo largo del tiempo y, especialmente, en los periodos de alta volatilidad. Así, por ejemplo, durante las caídas del primer trimestre de 2020, la gran mayoría de los inversores de Marango no solo no vendió, sino que aprovechó la corrección para incrementar su participación en el Fondo.

Los mercados son cada vez más volátiles por lo que las oportunidades para sacar provecho de las discrepancias entre precio (expectativas) y valor intrínseco (fundamentos del negocio) son cada vez mayores. Si somos capaces de seguir moderando nuestros sesgos emocionales e invertir en base a estas discrepancias, nuestras posibilidades de obtener una buena rentabilidad a largo plazo serán mayores.

Evolución del Mercado

Desde el lanzamiento de las vacunas contra el COVID-19 se ha producido en los mercados lo que se denomina una **“rotación sectorial”**, es decir, un cambio en las preferencias de los inversores hacia aquellos sectores más castigados durante la pandemia. Esto se debe a que los inversores descuentan un mayor crecimiento económico lo que, en teoría, beneficia más a los sectores cíclicos.

Por el contrario, algunos sectores con más peso en el Fondo, como el tecnológico o el de consumo defensivo, lo han hecho peor que el promedio del mercado durante los últimos meses ya que, también en teoría, deberían verse afectadas ante una potencial subida de los tipos de interés en caso de un recalentamiento de la economía. El primero, por un mayor impacto de los tipos sobre sus valoraciones (ya que dependen más de sus flujos de caja esperados a largo plazo) y el segundo por su condición de sustituto de los bonos cuando los tipos están próximos a cero.

Dicho esto, la cuestión es si debemos invertir en empresas con menor rentabilidad, más deuda y/o menor crecimiento como respuesta ante una posible subida de los tipos de interés. Nuestra respuesta es que no. Primero, porque no encajan dentro de nuestra filosofía de inversión y, segundo, porque una subida del precio del dinero supondría una desaceleración económica lo que a su vez beneficiaría más a las empresas económicamente defensivas como las que tenemos en cartera.

En cualquier caso, y más allá de las predicciones económicas, **la historia nos dice que las crisis sanitarias pasadas fueron catalizadoras de grandes cambios**: a la peste antonina (165-180) se le atribuye el inicio de fin del imperio romano; a la peste negra (1347 – 1351)

¹ <https://www.jstor.org/stable/1914185>

el fin del feudalismo y algunos dicen que la gran peste de Londres (1665 – 1666) supuso la adopción del capitalismo procedente de Holanda.

La pandemia actual, más que un punto de ruptura, parece que ha acelerado algunos de las tendencias ya existentes. En nuestra opinión, el resultado será una especie de selección natural en las que las empresas más fuertes lo serán aún más y para la cual Marango se encuentra estratégicamente posicionada.

Estrategia de Inversión

El término "estrategia", cuyo origen se encuentra en la palabra griega "Strategos", es el arte de dirigir las operaciones militares. Introducido en la jerga empresarial por Peter Drucker en los años veinte del siglo pasado, hoy en día encontramos todo tipo de vocabulario militar en el mundo de los negocios y de la inversión.

En su libro "El Arte de la Guerra", el autor Sun Tzu establece los cinco factores fundamentales a la hora de evaluar el potencial de un ejército en el campo de batalla: **la ventaja topográfica, la moral, la del comandante, la meteorológica y la del sistema**. Siguiendo al inversor Chris Begg², comparamos esos cinco factores con algunas de las características que buscamos a la hora de invertir en una empresa:

1. Ventaja topográfica: **ventaja competitiva** o foso defensivo. En Marango invertimos en negocios que presenten una rentabilidad superior de manera sostenida. Esto es posible gracias a que cuentan con algún tipo de ventaja competitiva que protege sus altos márgenes frente a nuevos competidores.

Al igual que los castillos de la edad media contaban con fosos para protegerse de los invasores, estas compañías deben presentar importantes barreras de entrada vía activos intangibles (marcas o patentes), costes de cambio (integración de negocios) y/o economías de red (número de usuarios).

2. Ventaja moral: **la cultura corporativa**. No basta con identificar compañías que cuenten con ventajas competitivas, también hay que analizar la tendencia de estas. Una buena forma de hacerlo es a través de la cultura de una organización: una cultura fuerte hará crecer el foso que protege su elevada rentabilidad y, como consecuencia, generará un mayor retorno para los accionistas en el largo plazo.
3. Ventaja del comandante: **fundador**, o líder similar a un fundador, que dirija el negocio. Se trata de buscar empresas con gestores racionales que adopten decisiones alineadas con el futuro del negocio y con los intereses de los inversores, más allá de la percepción y las exigencias del corto plazo.
4. Ventaja meteorológica: **resiliencia** o cómo se comporta en entornos difíciles. Nos gustan aquellas empresas capaces de hacerlo bien a lo largo de todo el ciclo económico. Para ello es importante que presenten, entre otras cosas, capacidad de fijación de precios, ingresos recurrentes, márgenes altos y baja intensidad de capital.

² <https://medium.com/graham-and-doddsville/east-coast-asset-management-eb8c9ea28003>

5. Ventaja del sistema: capacidad de **adaptación**. Muchas de nuestras empresas han existido durante décadas debido a su gran capacidad de adaptación al cambio. Esto es importante ya que, según el llamado "Efecto Lindy"³, **la expectativa de vida de un elemento (no perecedero) es proporcional a su edad actual**. Es decir, cuanto más tiempo de vida tenga un elemento mayor será su capacidad de seguir existiendo.

Por tanto, debido a que el valor de una compañía es igual al flujo de caja libre (numerador) que será capaz de generar a lo largo de su vida descontado a una tasa apropiada (denominador), cuanto mayor sea su expectativa de vida mayor será su valor.

En definitiva, existen diversas estrategias para intentar ganar dinero en los mercados, pero para nosotros la más sencilla y efectiva consiste en **invertir en excelentes negocios que puedan generar un rendimiento superior durante años**. Una vez identificados, debemos tratar de comprar sus acciones cuando coticen por debajo de su valor intrínseco y mantenerlas en cartera a largo plazo.

Sorprendentemente no existen tantos gestores que sigan esta estrategia a pesar de que es la usada por algunos de los mejores inversores de todos los tiempos. La razón principal es que esta filosofía requiere de disciplina y paciencia. Contaba Jeff Bezos, fundador de Amazon, que una vez preguntó a Warren Buffett como era posible que, con una filosofía de inversión tan sencilla y siendo una de las personas más ricas del mundo, la gente simplemente no le copiara. Buffett respondió que nadie quiere ganar dinero lentamente.

3x3

A continuación, nos gustaría destacar tres de las principales lecciones aprendidas a lo largo de estos tres primeros años del Fondo:

- 1) **El arte de no vender**. Algunos de nuestros mayores errores a lo largo de estos años ha sido vender acciones de excelentes compañías demasiado pronto. La buena noticia es que lo hemos hecho muy poco.

Invertir a largo plazo es una parte fundamental de nuestra filosofía de inversión y está estrechamente ligada al poder del interés compuesto. Para que este funcione debemos tratar de mantener las acciones en cartera el máximo tiempo posible, siempre y cuando los negocios no se deterioren o las valoraciones sean desproporcionadas.

Aunque el interés compuesto es un concepto poco intuitivo, es clave a la hora de invertir. Imaginemos que nos ofrecen elegir entre 2 cantidades de dinero: 10 millones de euros ahora o 1 euro que se doble cada día durante 30 días. Si elegimos la segunda opción, al cabo de una semana tendremos 128 euros y al cabo de 2 semanas 32.768 euros. Hasta aquí parece claro que la opción 1 es infinitamente mejor, pero resulta que al cabo de un mes ese euro se habrá transformado en 1.074 millones de euros.

³ https://en.wikipedia.org/wiki/Lindy_effect

- 2) **Los mercados son Sistemas Adaptativos Complejos**⁴. Los sistemas adaptativos complejos son aquellos formados por una diversidad de agentes independientes cuya interacción da como resultado un sistema de nivel superior en el que el todo es mayor que la suma de las partes.

Existen numerosos ejemplos de este tipo de sistemas en la naturaleza como, por ejemplo, en las colonias de hormigas. A pesar de que cada hormiga tiene un rol específico, su interacción con el resto resulta en un organismo robusto, adaptativo y con su propio ciclo de vida.

Considerar los mercados como sistemas adaptativos complejos nos ayudará a entender porque estos se comportan de manera eficiente la mayor parte del tiempo. El problema surge cuando los inversores (agentes) dejan de comportarse de manera heterogénea y aumenta la correlación entre sus decisiones.

Cuando la diversidad desaparece, el mecanismo de agregación deja de funcionar y se producen ajustes violentos que generan discrepancias entre el precio o valor de un negocio y, por tanto, aparecen excelentes oportunidades de compra.

- 3) **La inversión es un campo probabilístico**. Es por ello, que debemos esforzarnos en entender cuáles son los posibles resultados de una inversión, las probabilidades de cada uno de esos resultados y cuánto podemos ganar o perder en cada caso (valor esperado). Las mejores apuestas son aquellas con ventajas considerables y desventajas tolerables.

En su libro "Fooled by Randomness", Nassim Taleb cuenta una anécdota que explica de manera clara el mensaje del valor esperado. En una reunión con varios compañeros de trabajo, uno le preguntó sobre su visión del mercado a lo que Taleb respondió que existía una alta probabilidad (70%) de que las bolsas subieran ligeramente durante la siguiente semana.

Entonces alguien en la sala le espetó por qué entonces había vendido futuros sobre el S&P 500 (apostando con ello por una caída del mercado). Taleb contestó enseñándole la siguiente tabla en la que podemos observar como el resultado más probable era que el mercado subiera, pero debido a que los posibles resultados eran asimétricos, el valor esperado total era negativo.

	Probabilidad	Resultado	Valor Esperado
El mercado sube	70%	+1%	+0,7%
El mercado cae	30%	-10 %	-3,0%
Total	100%		-2,3%

Criterios Ambientales, Sociales y de Buen Gobierno (ASG)

Nos gustaría recordar que uno de los rasgos diferenciadores de Marango es que creemos firmemente en la importancia de incorporar criterios Ambientales, Sociales y

⁴ <http://www.e-m-h.org/Maub02.pdf>

de Buen Gobierno (ASG) en el proceso de análisis y de toma de decisiones de inversión. De esta manera, además de actuar éticamente, tratamos de evitar aquellos negocios con riesgos ocultos y evaluamos la calidad corporativa de manera más amplia.

Si bien indicadores financieros tradicionales, como el Retorno Sobre Capital Empleado (ROCE), hablan de la calidad de un negocio, la incorporación de criterios ASG en el análisis nos proporciona una visión más completa de sus riesgos y de su posicionamiento competitivo.

Existen importantes estudios independientes⁵ que demuestran que las compañías líderes en sostenibilidad tienden a registrar un rendimiento financiero más estable y a preservar sus ventajas competitivas a lo largo del tiempo. Por lo general, estas compañías se benefician de un menor coste de capital y de una mejor calificación crediticia, superando a sus competidores tanto en la cotización de sus acciones como en sus resultados financieros.

Por todo ello, adoptamos medidas ASG en nuestro análisis fundamental e incluimos en nuestro proceso de inversión un filtro que elimina aquellas empresas pertenecientes a industrias no acordes con nuestros valores. En concreto, **el Fondo no invierte en los siguientes sectores:**

- Aeronáutica y Defensa
- Bebidas Alcohólicas
- Casinos y Juegos de Azar
- Metales y Minería
- Petróleo, Gas y Combustibles
- Tabaco

Perspectivas

En Marango somos optimistas ya que creemos que es una condición básica tanto en la vida como a la hora de invertir. Es cierto que vivimos tiempos de incertidumbre, pero esto es algo inherente a los mercados y a la economía. Como inversores debemos centrarnos en el presente y tratar de entender qué es lo que está pasando. Y actualmente la economía se está acelerando y la inflación no parece un problema estructural.

Creemos que este contexto económico seguirá beneficiando al tipo de empresas en las que invertimos. Es decir, aquellas que presentan crecimiento orgánico, amplios márgenes, elevados rendimientos sobre el capital y bajas necesidades de capital. Empresas que han obtenido históricamente un rendimiento superior al promedio del mercado proporcionando, además, una protección a la baja en periodos de elevada volatilidad.

En definitiva, encaramos el nuevo año con optimismo y concentrados en nuestro objetivo de hacer crecer el patrimonio de nuestros inversores de manera satisfactoria y sostenida. Para ello seguiremos dedicando la mayor parte de nuestro tiempo a aquello que podemos controlar: a evaluar la calidad de los negocios dentro de nuestro universo de inversión y en decidir qué precio estamos dispuestos a pagar por ellos. Mientras tanto, el tiempo será nuestro principal aliado.

⁵ Clark G.L., Feiner, A. and Viehs, M. (2014) "From the Stockholder to the Stakeholder" University of Oxford and Arabesque Partners. 2 Fulton, M. and Kahn, B. (2012) "Sustainable Investing" DB Climate Change Advisors.

Cartera (Julio 2021)

Servicios Financieros:

London Stock Exchange Group...2,72%

Mastercard Inc...4,04%

Paypal Holdings Inc...3,07%

S&P Global Inc...3,02%

Visa Inc...3,85%

Comunicaciones:

Alphabet Inc...4,36%

The Walt Disney Co...2,89%

Industrial:

Kone OYJ...2,39%

Tecnología de la Información:

Accenture PLC...3,03%

Adobe Systems Inc...3,52%

Adyen NV...1,76%

Apple Inc...2,54%

Autodesk Inc...2,25%

Intuit Inc...3,43%

Microsoft Corp...4,32%

Salesforce.com Inc...2,52%

ServiceNow Inc...2,54%

Uber Technologies Inc...1,86%

Salud:

Becton Dickinson and Co...2,13%

Coloplast A/S...1,43%

Johnson & Johnson...2,63%

Novo Nordisk A/S...3,45%

Roche Holding AG...3,00%

Zoetis Inc...2,30%

Consumo Básico:

L'Oréal SA...3,24%

Nestlé SA...2,18%

PepsiCo Inc...2,55%

The Estee Lauder Companies...2,70%

Consumo Discrecional:

Amazon.com Inc...4,21%

eBay Inc...1,95%

HelloFresh SE...1,80%

Hermes International...1,87%

Industria De Diseno Textil SA...1,09%

MercadoLibre Inc...1,60%

Nike Inc...2,70%