

30 de marzo de 2024

Amigo/a Owner,

Esta ha sido la rentabilidad de los fondos en 2023:

Fondo	Rentabilidad 2023
Conviction	40,06%
Resilience	31,49%
Focus	17,57%
Índice ACWI	18,06%

Potencial 5 años anualizado	
Focus →	>20%
Conviction →	15-20%
Resilience →	10-15%
	5-10%
	<5%

Empresas que más rentabilidad han sumado y restado en % de cada fondo:

CONVICTION		RESILIENCE		FOCUS	
Nu +5,6%	Ever Sunshine -3,7%	Meta +5,5%	First Republic -4,7%	Nu +5,7%	ClearPoint -5,8%
Meta +5,1%	First Republic -1,1%	CrowdStrike +4,8%	Tencent -0,8%	Stone Co +5,3%	Ever Sunshine -4,5%
StoneCo +4,9%	Yeahka -1,1%	Atlassian +2,8%	Alibaba -0,4%	Meta +4,0%	Alibaba -2,0%

Repasemos algunas de ellas en más profundidad:

Nuestro **mayor error de 2023** ha sido la inversión en **First Republic Bank (FRC)**. Desde que hice mi primera inversión en una empresa cotizada en octubre de 2008, he invertido en más de 400 empresas. Únicamente dos han quebrado, siendo First Republic una de ellas. Lo sorprendente es que es era un **banco conservador**, de ahí que fuera inicialmente una inversión para Resilience. Una vez que empezaron los problemas, compramos un % pequeño en Conviction y Focus porque pensábamos que iba a sobrevivir.

First Republic se dedicaba a dar servicios de banca privada a gente con alto poder adquisitivo en EEUU. Tenía **el mejor servicio al cliente**, con un NPS\* 3 veces superior al de la media de la banca americana. Este trato personalizado la protegía de la competencia de las fintech. Prestaba menos de un 60% de las garantías que solicitaba, de las que el 80% eran activos inmobiliarios. En 37 años de historia, tuvo solo un 0,08% de impagos. Sus **pérdidas netas eran 10 veces inferiores a la media** de los 50 mayores bancos americanos.

El problema fue que, aunque era conservador, seguía siendo un banco. Los bancos pueden parecer una inversión estable cuando todo va bien, pero pueden volverse muy arriesgados si entran en dificultades. El motivo es que

*\*Net Promoter Score. Se calcula restándole al porcentaje de personas consideradas promotores (muy probable que recomienden a la empresa) el número de detractores (poco probable que la recomienden).*

**dependen de los depósitos** de sus clientes. Normalmente son una fuente de financiación estable (¿cuándo fue la última vez que te cambiaste de banco?) pero si la gente percibe problemas, ya sean reales o imaginarios, y empieza retirar depósitos, al banco se le complica la vida. Visto de otra manera, se financian a corto plazo (los depósitos se pueden retirar en cualquier momento, aunque en la práctica no se suele hacer) para hacer inversiones a largo plazo (préstamos, hipotecas). Esta diferencia temporal es arriesgada cuando hay complicaciones. Además, son empresas **enormemente apalancadas** con activos 10 veces superiores al capital invertido por sus accionistas. 564 bancos han quebrado en EEUU entre 2001 y 2023.

El fallo crucial que cometió First Republic fue buscar un poco más de rentabilidad cuando los tipos eran cercanos a cero, comprando **bonos gubernamentales de más larga duración**. Cuando el gobierno hizo la subida de tipos de interés más rápida de los últimos 40 años en 2022-2023, esos bonos de larga duración se depreciaron. Cuando un bono se deprecia, si no lo vendes y el emisor no quiebra, tienes una pérdida contable que nunca se llega a materializar porque recibes el total del dinero prestado al final del periodo. **Esa pérdida contable es lo que generó el pánico del mercado**. Si se hubieran conformado con bonos del gobierno de corta duración, la pérdida contable hubiera sido menor y durado poco tiempo.

Todo esto ocurrió después de que **Silicon Valley Bank** tuviera problemas similares y se asociara a First Republic con ella al ser también de San Francisco y servir al mismo tipo de clientes.

Fue impactante ver como, en medio de la tormenta, **muchos clientes defendían públicamente a First Republic por su excelente servicio**, algo muy raro de ver en el sector. Aún así, el pánico causó que **salieran 100 mil millones de USD en depósitos** y el banco no pudo sobrevivir. La ventaja de tener clientes con alto poder adquisitivo, que hacía que los impagos fueran casi inexistentes, se convirtió en un problema. Al estar garantizados los depósitos por el gobierno de EEUU hasta un máximo de 250.000 USD, los clientes que tenían cantidades superiores retiraron su dinero cuando cundió el pánico. En marzo de 2023 el regulador bancario intervino First Republic y JP Morgan lo terminó adquiriendo por nada. Es **la 2ª mayor quiebra bancaria en la historia de EEUU**.

Sacamos **dos lecciones** de esta inversión. Por un lado, hemos comprobado que **hasta el banco tradicional más conservador puede llegar a ser frágil**. Por eso evitaremos invertir en bancos en el futuro, salvo en casos excepcionales como el de Nu, por las razones que luego veremos. Por otro, cuando estudiamos First Republic, **nos debió echar para atrás el hecho de que el fundador vendió el banco en 2007** a Merrill Lynch y ya tenía muy poca carne en el asador. Faltaba carácter de Owner.

**Ever Sunshine Services (1995.HK)** es una empresa de **administración de propiedades en China**. Proporciona servicios a grandes comunidades de propietarios, promotoras y gobiernos locales. El sector inmobiliario chino está sufriendo una crisis importante. El riesgo está en las promotoras y constructoras que han acumulado deudas desorbitadas y cuyos ingresos están

muy ligados al ciclo inmobiliario. Algunas están empezando a tener problemas para pagar la deuda como Evergrande y Country Garden. Una vez más, el mercado ha generalizado y ha metido a todas las empresas relacionadas con el sector en el mismo saco. La mayoría de las empresas de administración de propiedades eran filiales de las promotoras que han empezado a cotizar de forma independiente en los últimos 10 años. Este nicho del sector es de **mucha mayor calidad, sin deuda y con ingresos recurrentes** (el mantenimiento es necesario en cualquier momento de mercado). Es **el sector más evitado en el país más rechazado por el mercado ahora mismo**. Probablemente por eso, es la empresa **más barata y con más potencial de revalorización** que tenemos en los fondos.

**ClearPoint Neuro (CLPT)** es una empresa de **equipamiento médico de navegación de precisión para intervenciones neurológicas**, principalmente en el cerebro. Uno de los factores que la hace atractiva es que se beneficia de la innovación que está ocurriendo en terapia génica y celular, sin el riesgo que supone invertir directamente en una biotech que desarrolla fármacos. ClearPoint tiene más de 50 clientes que están desarrollando terapias para enfermedades como Parkinson, Alzheimer, Huntington, epilepsia, tumores cerebrales y parálisis de columna. ClearPoint empieza a rentabilizar estos desarrollos desde antes de su aprobación, ya que los clientes compran sus productos y servicios para realizar los ensayos clínicos. Una vez aprobados, los ingresos se multiplican con la aplicación a gran escala de las terapias. Es una empresa pequeña y pensamos que, si sigue ejecutando bien, puede crecer exponencialmente en las próximas décadas. De momento, estamos **muy contentos con la gestión del CEO Joe Burnett**, que asumió el puesto en 2017.

**Nu Holdings (NU)** es el **mayor banco digital del mundo** y está disruptando la banca en Latinoamérica. Tiene cerca de **100 millones de clientes**, principalmente en Brasil, aunque recientemente se ha expandido a México y Colombia. Su servicio totalmente digital y su atención al cliente son tan superiores a los de la banca tradicional, que, a diferencia de otras fintech, no necesita gastar mucho en marketing para adquirir clientes. Su mayor ventaja es que **su estructura de costes es muy inferior a la de los grandes bancos**. Usa la tecnología para eliminar todo el gasto en oficinas físicas, ofreciendo sus servicios bancarios con una décima parte del personal. Además, un mejor uso de los datos le facilita poder estimar mejor el riesgo de crédito. El precio de Nu cayó con fuerza después de su salida a bolsa a finales de 2021 y durante 2022 establecimos nuestra inversión en torno a los 5\$ por acción. Hoy cotiza en torno a 12\$ y ha pasado a ser la 1ª posición en Conviction y la 2ª en Focus. Vemos un potencial tan grande por delante, tanto en usuarios nuevos como en monetización por usuario, que apenas hemos reducido la posición a pesar de las subidas.

**CrowdStrike (CRWD)** es una empresa de **ciberseguridad** fundada por George Kurtz en 2011. Trabajando como CTO de McAfee se dio cuenta de que el futuro de la ciberseguridad pasaba por **proteger los endpoints** (puntos de fácil acceso para los hackers como móviles, tabletas y portátiles). Para que los dispositivos puedan funcionar bien, es necesario un agente ligero (software) conectado a la nube, que detecte y responda a brechas de seguridad. Ha crecido a más del

40% los últimos 4 años con márgenes de beneficio superiores al 30%. Nos gusta desde hace tiempo, pero **nunca pudimos comprar al cotizar siempre a múltiplos altos**. A finales del 2022 cayó al múltiplo más bajo que ha tenido desde que salió a cotizar hace 5 años y aprovechamos para comprar. En poco más de un año el precio se ha multiplicado por 3 y hemos ido reduciendo el peso en los fondos a medida que el múltiplo se ha ido encareciendo. Recientemente hemos entrevistado a dos trabajadores de la empresa, lo que nos ha ayudado tanto a tener una visión de la cultura desde dentro, como a entender mejor un sector complicado como el de la ciberseguridad.

El caso de **Meta (META)**, propietaria de Instagram, Whatsapp, Facebook y Oculus, es digno de estudio. El mercado valoraba la empresa de redes sociales y publicidad en 382\$ por acción en septiembre de 2021. Poco más de un año después, en noviembre del 2022, la acción llegó a cotizar a 89\$ por acción. Hoy está en más de 500\$. ¿Qué ocurrió en 2022 para que el mercado **redujera un 75% su valoración** de una de las 10 empresas más grandes del mundo para luego **multiplicarla por 5 al año siguiente**? Por un lado, las ventas no crecieron en 2022. El gasto en publicidad es de los primeros en recortarse cuando la economía se frena. Por otro lado, se redujo temporalmente el margen de beneficio, por haber contratado demasiado en el boom post-covid y por el aumento de la inversión en inteligencia artificial y en el metaverso. Pensando a más largo plazo y **reconociendo el 2022 como un bache temporal**, vemos que los usuarios no dejan de aumentar (3.000M de usuarios activos diariamente y la mitad de la población mundial utiliza sus productos al menos una vez al mes) y los más de 10M de anunciantes siguen queriendo llegar a esos usuarios. Muchos de estos anunciantes son pequeñas empresas que no podrían llegar a su audiencia objetivo por los medios tradicionales de publicidad como prensa o TV, al ser demasiado masivos, caros y poco personalizados. La empresa ha vuelto a tener **récord de ventas y beneficio el año pasado**.

Aun con las subidas de 2023, pensamos que el **valor actual de los fondos sigue siendo muy superior al de su cotización**, especialmente en Conviction y Focus, y que el potencial de revalorización de los próximos años es muy alto.

Aprovechamos para comunicarte que el pasado noviembre renovamos el **Área de Owner** y el **proceso de alta**. Si tienes dudas o sugerencias, nos ayudará escucharlas. Nuestro objetivo es seguir mejorando tu experiencia como Owner y que tengas la información relevante sobre las empresas extraordinarias de las que eres propietario.

Ahorra, multiplica, espera y disfruta.



Jaime Carrasco Houston  
CEO/CIO