

Estimado partícipe:

Esta es la primera carta anual a los partícipes de Bulnes Global.

### **Antecedentes**

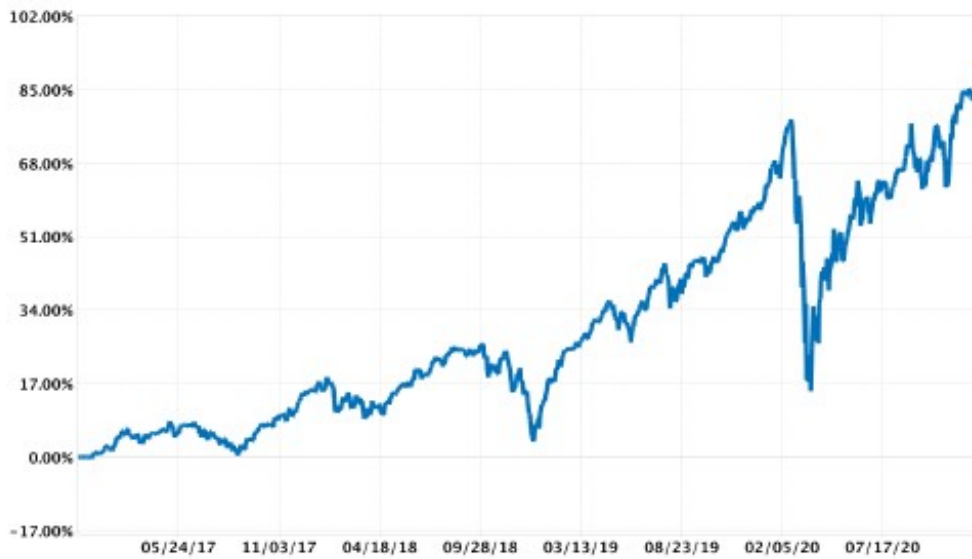
En enero de 2017 se comienza a invertir con una estrategia que sentaría las bases de la filosofía de Bulnes Global. Tras cuatro años poniendo en práctica esta metodología de inversión, la gestora de fondos del Grupo Caja Rural, Gescooperativo, se interesó por dicha estrategia, y acordamos crear un vehículo de inversión que utilizase nuestro análisis y recomendaciones para hacer sus inversiones.

El objetivo de Bulnes Global es invertir en las mejores empresas para hacer crecer el patrimonio a largo plazo. Por nuestra experiencia, estar invertidos en negocios con: fuertes ventajas competitivas, sostenibles en el tiempo, y que no necesiten apalancamiento para generar buenos retornos; no es solo bueno porque tiende a producir una rentabilidad superior al resto del mercado a largo plazo, sino también porque ayuda a mantenerse invertido en el tiempo con sus consiguientes beneficios. Estas compañías no suelen ser las que llenan la actualidad de las noticias, pero tienden a hacerlo razonablemente bien en cualquier entorno.

Dice Warren Buffett: *“Invertir es como hacer dieta. Es simple, pero no fácil. Todo el mundo sabe lo que tiene que hacer (comer menos y hacer más ejercicio). Nada puede ser más simple, pero pocas cosas son tan difíciles en un mundo lleno de chocolate y Cheetos.”*

Aunque, observamos que para el inversor particular tampoco es simple. Por ejemplo, un año con una dieta estricta es un tiempo aceptable para poder ver, sin ser resultados definitivos, una evolución positiva de nuestro estado de salud. En cambio, en la inversión, el horizonte temporal para empezar a percibir los progresos es mucho más largo. De ahí, que muchos inversores normalmente ganen o pierdan un poco sin entender realmente el porqué.

El resultado de la estrategia en esos cuatro años (02/01/2017-23/12/2020) obtuvo una rentabilidad acumulada de + 86,6% (+ 16,9% anualizada).



Al ver la rentabilidad final, podríamos caer en el error de pensar que invertir es un proceso sencillo. Aunque, a nosotros nos gusta enfatizar la dificultad por el lado emocional del inversor. Hay que tener claro que los movimientos del precio de una acción son impredecibles a corto plazo. Así que, nuestro comportamiento será determinante en el resultado final.

Las caídas desde máximos en ese mismo periodo así lo demuestra.



De haber vendido nuestra participación en los momentos convulsos del mercado, el coste hubiese sido inmenso. Por tanto, la importancia de nunca ponerse en una situación en la que estemos forzados a vender cuando hay que mantener.

### **¿Qué hace Bulnes Global para ayudar al inversor en el camino de la inversión?**

Bulnes Global es un vehículo con costes ajustados, ya que entendemos que, como en cualquier negocio, controlar los costes nos da una ventaja para atravesar los momentos malos, y que nadie dude qué vendrán. A su vez, facilitamos la máxima información veraz, visual y fácil de entender para que cualquier persona entienda lo que se está haciendo. La transparencia es nuestra mejor manera de darte tranquilidad.

A continuación, vamos a explicar con detalle cómo lo hacemos.

**Grandes negocios:** Invierte en empresas con las que tengamos el tiempo a nuestro favor. *“Si el mercado estuviese cerrado 10 años, ¿seguirías queriendo tener acciones de esa compañía?”*.

**Empresas de calidad:** Negocios con fuertes ventajas competitivas, sostenibles en el tiempo y que redundan en una rentabilidad superior al resto del mercado a largo plazo.

**Precio razonable:** Cualquier estrategia, por buena que sea, puede ser perdedora, si se paga demasiado.

**Diversificación global:** El inversor medio normalmente tiene todo (patrimonio, ingresos y derechos) concentrado en el país en el que vive. Para evitar esta concentración excesiva al riesgo de un país específico, tener una parte de nuestros ahorros invertidos en empresas globales es una de las maneras más eficientes de diversificar nuestros riesgos.

**Cartera concentrada:** Con 20 empresas, el riesgo está suficientemente reducido. Añadir posiciones a partir de ahí reduce más la rentabilidad que le podemos sacar al mercado, que lo poco que podríamos reducir el riesgo. Por temas regulatorios (normativa UCITS), recomendamos una selección de 25-30 empresas. Poder conocer realmente los negocios en los que se está invertidos es clave para la toma de decisiones.

**Costes ajustados:** Comisión de gestión ajustada, poca rotación y sin comisión sobre resultados ni de éxito. Hay que tener claro una cosa, a corto plazo sólo podemos controlar los costes; la rentabilidad, no. Estos costes pueden parecer irrisorios cuando se gana dinero. Sin embargo, cualquier estrategia va a tener altibajos, y controlar los costes es clave para que el tiempo no deteriore nuestra inversión.

**Poca rotación:** Realizar operaciones tiene un coste para el fondo, por lo que se trata de minimizar el número de operaciones a las necesarias. Este coste, al igual que el de la comisión sobre resultados, no está incluido en el TER. Aun así, no deja de erosionar la rentabilidad.

**Horizonte temporal de largo plazo:** La mayoría de los agentes del mercado tienen objetivos a corto plazo, que pueden generarles una presión que les impida tomar las mejores decisiones para el largo plazo. Tener un horizonte temporal de largo plazo nos da una enorme ventaja competitiva en comparación con la mayoría de la industria.

**Asesor con intereses alineados:** El asesor es un partícipe más, usándolo como su propio vehículo de inversión. Nunca montes en un avión sin capitán ni tripulación.

**Evitar pérdidas permanentes del capital:** A la gente le llama la atención las rentabilidades altas. Es normal. Lo que hay que analizar es: Primero, cómo se llegan a esas rentabilidades. Segundo, si son sostenibles en el tiempo. Tercero, que posibilidad de pérdida permanente del capital hay. Para ganar a largo plazo, primero hay que no perder.

**Transparencia:** Hacemos pública la composición de la cartera a final de mes. Como partícipe, y sabiendo lo que cuesta generar ahorro, maximizar la transparencia es de vital importancia para poder estar tranquilo. Publicación mensual, de manera puntual, aséptica y sin intención de generar ningún estímulo al partícipe. Sólo para una correcta fiscalización de nuestro trabajo.

### **¿Qué no hace Bulnes Global?**

**Comisión sobre resultados:** Mal llamada de éxito, si no va referenciado a un índice. Este tipo de comisiones son muy perjudiciales para los intereses del partícipe. Los resultados de un fondo como las empresas, no son lineales; y llevarte un gran “pellizco” cuando se producen los resultados positivos, pensamos que es una señal importante de interés desalineado.

**Cobertura de divisas:** Genera una falsa sensación de seguridad y a largo plazo no tiene sentido. Hay que tener claro que donde cotiza una empresa no tiene por qué ser donde está generando su negocio. La mayoría de las empresas del fondo son negocios globales sin olvidar que muchas de ellas, además, también realizan sus propias coberturas.

**Tomar posiciones en corto:** A largo plazo, la rentabilidad se consigue participando en la creación de valor del negocio de las empresas en que se está invertido. A corto plazo, se puede conseguir una rentabilidad adicional tomando posiciones cortas, pero es algo que requiere mucho tiempo y, sobre todo, tiene un perfil de riesgo muy alto para nuestra filosofía de inversión. Las

posiciones cortas pueden hacerte perder más del 100% del capital que has invertido. Por ejemplo, muchos gestores famosos han tenido pérdidas millonarias por apuestas en corto contra Tesla en los últimos años.

**Utilizar derivados o apalancamiento:** Estas herramientas pueden tener sentido en estrategias a más corto plazo en vehículos de inversión tipo hedge funds o para coberturas. En general, suelen tener un coste elevado y aumentan el riesgo de una forma que no es tan fácil de analizar. Preferimos una estrategia a largo plazo más sencilla de entender tanto para nosotros como para los partícipes sin costes adicionales y sin sorpresas.

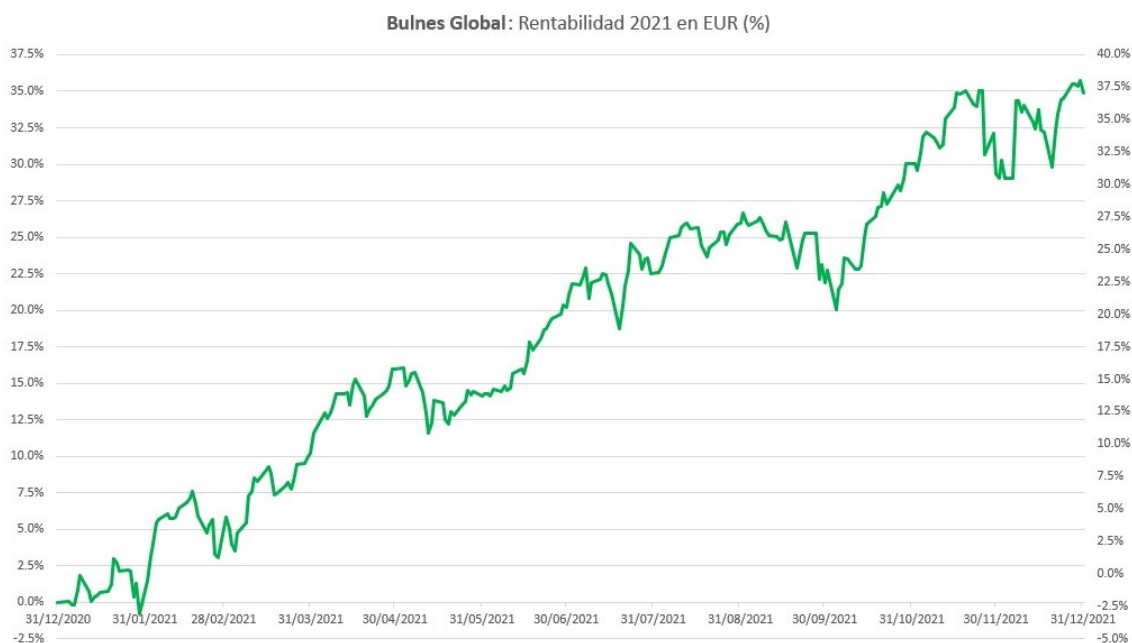
**Market timing:** Siempre resulta tentador intentar predecir los picos y los suelos del mercado, y mucha gente busca la satisfacción de acertar estos giros. Nosotros creemos que el dinero se gana encontrando buenas empresas que nos permitan aumentar nuestro capital a largo plazo.

**El último sector de moda:** Los sectores que están de actualidad pueden producir rentabilidades extraordinarias en el corto y medio plazo. No obstante, el riesgo de sufrir pérdidas permanentes del capital, una vez superado el boom inicial de estos sectores, hace que a largo plazo el inversor suela obtener un peor rendimiento.

**Comisión de reembolso:** Bulnes Global tiene un horizonte temporal de inversión de 4 años. Sin embargo, es totalmente líquido y cualquier partícipe puede reembolsar su dinero parcial o totalmente desde el primer día sin ningún tipo de comisión ni penalización.

**Evolución de Bulnes Global en 2021**

A continuación, se muestra el rendimiento del Bulnes Global frente a algunos comparables (benchmarks) que pueden ser de su interés:



	<b>2021</b>	
	<b>%</b>	<b>Diferencia</b>
<b>BULNES GLOBAL</b>	+ 34,9	
<b>MSCI ACWI €</b>	+ 27,5	+ 7,4
<b>MSCI WORLD €</b>	+ 31,1	+ 3,8
<b>IBEX TR</b>	+ 10,8	+ 24,1

En el año 2021, Bulnes Global (Clase B) obtuvo una rentabilidad de + 34,9% después de comisiones y gastos. Durante el mismo periodo, el índice de referencia, el MSCI World en euros con dividendos netos reinvertidos, tuvo una rentabilidad de + 31,7%. Bulnes Global batió por 3,2 puntos porcentuales a este índice.

El MSCI ACWI, índice más amplio que el estandarizado MSCI World, que incluye a los países emergentes, consiguió un + 27,5%. Bulnes Global batió por 7,4 puntos porcentuales a este índice.

## BULNES GLOBAL – CARTA ANUAL 2021

Aunque no sea comparable, debido a nuestra situación geográfica, el IBEX TR sigue interesando al inversor español. El IBEX TR ha obtenido un + 10,8%. Bulnes Global batió por 24,5 puntos porcentuales a este índice.









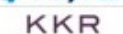





Hay que dar la importancia justa a la evolución de un fondo a un año. Como ya hemos comentado anteriormente, a corto plazo, lo único que se puede controlar son los costes; la rentabilidad, no. Aun así, sumando el resultado de este año a los cuatro anteriores entendemos que sí se puede ver una evolución.

### Composición de la cartera a 31/12/21

**A 31/12/2021**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Total
<b>2021</b>	- 0,8	+ 3,9	+ 6,9	+ 5,2	- 1,5	+ 5,3	+ 2,0	+ 2,8	- 3,2	+ 6,7	- 0,5	+ 4,3	+ 34,9

*Evolución Bulnes Global FI mensual - expresado en % - Clase B neta (después de gastos y comisiones).*

Cartera					
	Alphabet	8,1%		Thermo Fisher Scientific	3,3%
	Amazon	8,0%		Brookfield AM	3,3%
	Ross Stores	5,5%		TJX	3,1%
	Apple	4,4%		Exor N.V.	2,9%
	Microsoft Corp.	4,0%		Meta Platforms	2,8%
	NVR	4,0%		Apollo	2,7%
	Persimmon	4,0%		Paypal	2,4%
	Constellation Software	3,7%		KKR	2,3%
	Tractor Supply	3,6%		Prosus N.V.	2,3%
	MasterCard	3,6%		Nestlé	2,3%
	Philip Morris	3,5%		Costco	2,2%
	LVHM	3,5%		Compass Group	2,1%
	Berkshire Hathaway	3,5%		Otras	7,5%
				Efectivo	1,4%

**Principales contribuyentes:** Alphabet, Tractor Supply, Apple, Microsoft y NVR.

**Mayores detractores:** Alibaba, Paypal, Prosus y Adidas.

### ¿Dónde está invertido el dinero?

El primer grupo de empresas en las que invertimos, se podría denominar grandes empresas tecnológicas globales, estando la mayoría de ellas domiciliadas en los EEUU. Se trata de un grupo de negocios que poseen unas ventajas competitivas claras y una fuerte generación de caja: **Alphabet, Amazon, Meta Platforms (Facebook), Microsoft, Apple, Prosus (Tencent) y Alibaba.**

Un segundo grupo son las dos empresas de medios de pago, **Mastercard y PayPal**, también con ventajas competitivas evidentes, y un buen crecimiento esperado en los próximos años.

A continuación, tenemos empresas holding y las que han crecido en base a adquisiciones, con un histórico de creación de valor extraordinario, que tienen en común el contar con un equipo directivo con unas contrastadas habilidades para la asignación del capital: **Exor, Berkshire Hathaway, Constellation Software, Pershing Square Holdings, Thermo Fisher Scientific y Topicus**.

Otro grupo está formado por las empresas de inversión en Private Equity, Real Estate, Infraestructura y otros activos reales, que se están beneficiando del exceso de regulación en el sector bancario y el apetito de los inversores institucionales por diversificar sus inversiones en otros activos menos tradicionales: **KKR, Blackstone, Brookfield Asset Management y Apollo Global Management**.

El siguiente grupo está formado por empresas minoristas líderes, con una rentabilidad mucho más elevada que la media del mercado. Aquí incluimos **Costco, Tractor Supply, TJX, Ross Stores y las marcas de Adidas y LVMH**.

El fondo también cuenta con un par de constructoras de viviendas, los dos de más calidad en sus respectivos mercados, **Persimmon** en Reino Unido, y **NVR** en los EEUU.

Y, para terminar, dentro del sector de consumo básico, contamos con multinacionales líderes, compradas a precios muy razonables: **Philip Morris, Nestlé y Compass Group**.

### **Empresas que han salido del fondo en este periodo:**

- |                            |                                   |
|----------------------------|-----------------------------------|
| - MTY                      | - Inditex                         |
| - British American Tobacco | - Unilever                        |
| - Wizz Air                 | - Brookfield Reinsurance Partners |

La mayoría de ellas nos acompañaban desde antes del lanzamiento del fondo. MTY, British American Tobacco y Wizz Air lo hacían desde 2017; Inditex y Unilever, desde 2018 y 2019 respectivamente. Brookfield Reinsurance Partners fue una participación menor que se tuvo a consecuencia de la spin-off de Brookfield Asset Management a finales de junio.

En el mundo de la inversión, es muy común criticar a una empresa que ha salido de la cartera. Lo que ayer eran todo elogios hoy son todo críticas. Nosotros somos un poco menos



extremistas y bastante más reflexivos. Básicamente ya no están porque, o ya no cumplen con los criterios por lo que en un primer momento entraron, o porque se han encontrado mejores alternativas con mayor certidumbre. Sin más.

### **¿Cuánto ha costado?**

Siempre nos ha llamado la atención la importancia que se le ha dado a la manera de referirse a los partícipes en las cartas anuales: copropietarios, coinversores, inversores o incluso nombres pegadizos en alusión al nombre del propio fondo. Un buen marketing para nombrar a los partícipes de un fondo de inversión. No obstante, en extensas cartas anuales, hemos echado de menos la poca o nula información sobre los costes que estos soportan.

**Al contratar un fondo el partícipe sabe el coste estimado, denominado TER, pero lógicamente solo a posteriori, a cierre de año, se sabe con exactitud el coste del mismo.**

**En 2021, la Clase B ha tenido un coste de 1,28% frente al 1,20% estimado.** Esto se debe principalmente a los costes de constitución y al tamaño inicial del fondo. Debido a su crecimiento, en el último trimestre el fondo ya estuvo en el TER estimado.

**La Clase A no comenzó a comercializarse hasta finales de febrero. Básicamente, tiene el coste de la Clase B más el coste de distribución (0,50).**

En plataformas, como **Morningstar**, a este coste final **se denomina “Gastos Corrientes”**. Es importante recalcar que **no incluye ni la comisión sobre resultados en el caso de tener ni los costes de transacción por la compra venta de valores.**

**Bulnes Global no tiene comisión sobre resultados**, ni de éxito, ni de reembolso, ni de suscripción, ni de custodia.

**Los costes de transacción** solo se pueden intuir por el índice de rotación. Este ratio indica cómo de activo ha sido el fondo a la hora de comprar y vender acciones. La filosofía de Bulnes Global es reducir las operaciones a las necesarias, siempre teniendo en mente que los costes de transacción por la compraventa de valores repercuten en la rentabilidad final.

**El índice de rotación de la cartera ha sido 0,00 en este ejercicio.**

**El coste derivado del servicio de análisis ha sido de 0€.** Conceptualmente, no compartimos que el partícipe soporte ningún gasto extra derivado por estos servicios.

### Desglose de gastos

Para finalizar, hemos desglosado los gastos repercutidos del año que suelen generar dudas de la información pública periódica de la CNMV. El partícipe tiene que saber qué es cada partida y la cuantía de la misma. Este importe está calculado en % sobre el patrimonio medio del fondo. A medida que el fondo vaya creciendo, muchos de los gastos irán disminuyendo.

**Gastos por servicios exteriores:** (0,11) Gastos de auditoría.

**Otros gastos de gestión corriente:** (0,043) Gastos de información y propaganda (folleto inicial), (0,027) tasas CNMV, (0,004) gastos financieros, (0,000) gastos de intereses por liquidación deudora y (0,001) gastos código LEI.

### **Otros gastos repercutidos:**

Vamos a explicar las dos partidas que más confusión generan:

**Pérdidas de retención origen no recuperable:** (0,10) Son retenciones en origen, normalmente por el cobro del dividendo, en el que la Hacienda del país donde cotiza la empresa, se queda con una parte del importe del dividendo como anticipo de los impuestos a pagar. Dependiendo de los acuerdos entre España y el país donde esté domiciliada la empresa, dicha retención se puede recuperar en su totalidad, en una parte o ser irre recuperable. La mayoría de empresas del fondo están domiciliadas en Norteamérica y Europa por lo que se recuperarán en su gran mayoría.

**Preliquidación Impuesto Sociedades:** (0,27) Los fondos de inversión tributan el 1% anual sobre beneficios (realizados o por valoración). Cuantos más beneficios en un ejercicio, mayor será esa cantidad a pagar. Ese 1% se va ajustando (provisionando) diariamente del valor liquidativo; el importe se deja en una cuenta hasta que se realiza el abono a Hacienda al finalizar el ejercicio fiscal.

Esperamos que esta carta haya servido para poder acercarnos nuestra filosofía de inversión, así como para explicar la evolución de Bulnes Global en 2021. No queremos pasar la oportunidad sin agradecer todo el apoyo y la confianza recibida.



Javier Morales