

Estimado partícipe:

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



Año	Bulnes Global Clase B %	MSCI World TR Net EUR %	MSCI ACWI TR Net EUR %	IBEX TR %
2021	+34,9	+31,1	+27,5	+10,8
2022	-21,7	-12,8	-13,0	-2,0
2023	+31,0	+19,6	+18,9	+28,1
2024 YTD (*)	+20,9	+12,1	+11,8	+14,5

Acumulado (*)

(*) a 27/Mayo/24

En el año 2023, Bulnes Global (Clase B) obtuvo una rentabilidad de +31,0% 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 +19,6%. Bulnes Global superó al índice en 11,4 puntos porcentuales.

El MSCI ACWI, índice más amplio que el estandarizado MSCI World, que incluye a los países emergentes, consiguió un +18,9%. Bulnes Global batió por 12,1 puntos porcentuales a este índice.

El IBEX TR, el índice que no es comparable, pero sí de interés para el inversor español, ha obtenido un +28,1%. Bulnes Global logró un mejor rendimiento que el índice en 2,9 puntos porcentuales.

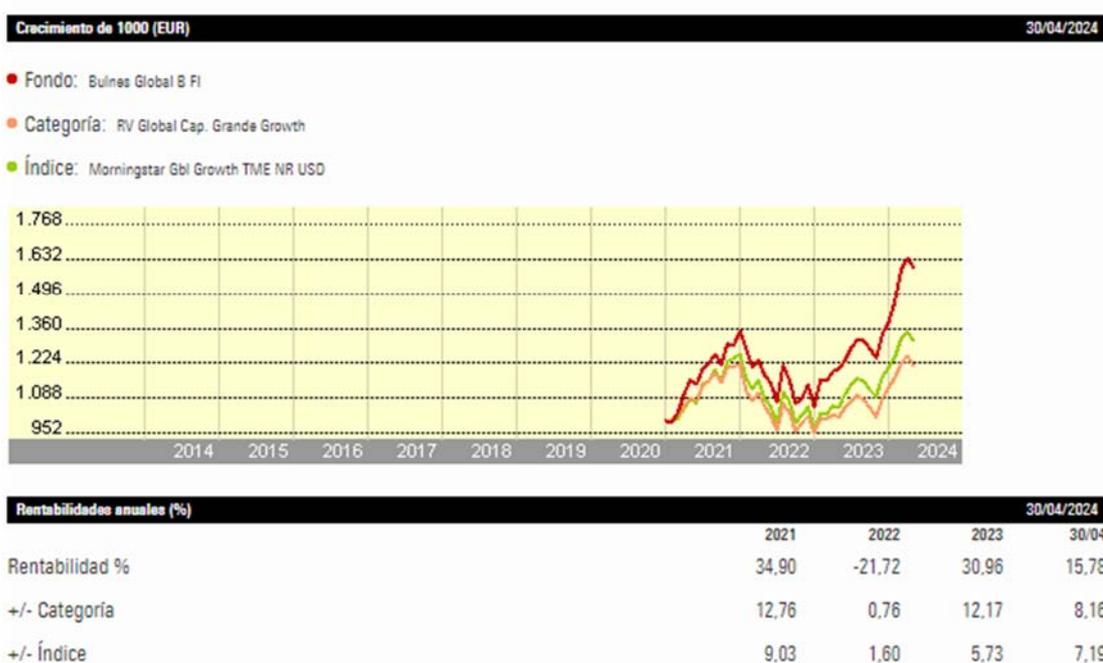
Reiteramos una vez más la importancia de tomar en consideración un período suficientemente extenso para evaluar el rendimiento de un fondo de inversión, a pesar de que normalmente las clasificaciones de fondos anuales sean lo que se llevan el interés.

Desde el inicio del fondo el 5 de enero de 2020 hasta el 27 de mayo de 2024, hemos logrado una rentabilidad acumulada del 67,2% y una rentabilidad anualizada de 16,4%.

Morningstar –

Además de compararse con los índices de referencia, existe la opción de medir la evolución de un fondo de inversión en relación con el resto de fondos de la misma categoría. Este enfoque permite evaluar nuestro rendimiento relativo dentro de un grupo comparable de fondos, proporcionando una perspectiva más amplia sobre nuestro desempeño. Morningstar es reconocido como uno de los principales proveedores de esta información.

Bulnes Global B FI | ★★★★★ | Neutral



En enero de 2024, Bulnes Global fue el único fondo español que recibió la máxima calificación (5 estrellas) en la categoría: Renta Variable Global Capitalización Grande Growth. Ante las consultas recibidas, queremos ofrecer un breve resumen sobre lo que esto significa.

Morningstar emplea un enfoque exclusivamente cuantitativo al evaluar y comparar los fondos de inversión. Este enfoque tiene varios factores clave, incluyendo el riesgo, la rentabilidad y los costes asociados a cada fondo. Evalúa y compara todos los fondos distribuidos en Europa según su categoría.

Las categorías se definen en función del área geográfica de la inversión, capitalización bursátil y estilo de inversión. Destacar, por definición, es difícil. Sin embargo, algunas categorías pueden ser más complicadas que otras debido a la naturaleza relativa de la clasificación y a la competencia que existe dentro de ellas. Por ejemplo, los fondos de inversión que se centran en una región geográfica específica, lógicamente, están dominados por gestoras nacionales de ese país. En el caso de la renta variable internacional, tanto las gestoras

nacionales como internacionales comercializan este tipo de fondos, lo que resulta en una mayor competencia y, por ende, en una mayor dificultad para destacar.

El fondo debe tener al menos tres años de historia para ser evaluado, y los cálculos se realizan mensualmente utilizando los datos de sus últimos tres años.

Tener 5 estrellas implica estar posicionado entre el 10% de los mejores fondos de inversión distribuidos en Europa en esta categoría. Recordamos que es relativo, no un valor absoluto.

Debilidades Morningstar –

1. Gastos de transacción – A pesar de que los gastos de compra/venta de valores pueden representar un gasto relevante dependiendo del fondo, no se detallan en ninguna sección. La buena noticia es que en la versión inglesa ya los publican, por lo que seguramente llegará pronto a la versión española.
2. Fondos mixtos – El rating Morningstar es poco fiable en esta categoría ya que hay muchos fondos que solo invierten en renta variable. ¿Quiere decir que los fondos de Renta Variable Mixtos son malos? No, solo que esta categoría no tiene fondos comparables razonablemente homogéneos, lo que distorsiona los resultados y los hace poco válidos.
3. Comisión sobre resultados / éxito – Es importante enfatizar que solo muestra los gastos corrientes y no tiene en cuenta la comisión sobre resultados ni de éxito. Desde nuestra experiencia, estas comisiones, junto al interés compuesto, pueden ser bastante contra intuitivas para un inversor.

7 Magníficas –

Raramente se puede leer un análisis del ejercicio 2023 sin que se mencione la evolución de las “7 Magníficas” (Microsoft, Apple, Alphabet, Nvidia, Amazon, Meta y Tesla). Sin embargo, este tipo de explicaciones no nos convence, ya que invertir a largo plazo implica reconocer que lo que ocurra en el precio de las acciones en un solo año es bastante aleatorio. Además, estos análisis se realizan cuando el evento ya ha ocurrido: El precio crea la narrativa.

Recordemos que, anteriormente, se utilizaron términos las como "FAANG" (Facebook [Meta], Amazon, Apple, Netflix y Google [Alphabet]) y, antes de eso, "FANG" (Facebook [Meta], Amazon, Netflix y Google [Alphabet]).

Queremos reiterar que Bulnes Global se ha constituido para servir como un único fondo de inversión, global y diversificado. Nuestro objetivo es preservar y aumentar el patrimonio de los partícipes a largo plazo. Para lograrlo, nos enfocamos en identificar negocios con fuertes ventajas competitivas y sostenibles en el

tiempo, y que no necesiten endeudarse para generar buenos retornos. Intentamos que nuestras cartas anuales sean un documento para dar transparencia al trabajo que se hace.

En Bulnes Global estamos dispuestos a pagar un precio más alto que la media del mercado si la empresa es mucho mejor. Se trata de una balanza entre lo que se paga y la calidad de las empresas en cartera.

“Sin embargo, El riesgo de pagar un precio demasiado alto por buenos negocios, aunque exista, no suele ser el problema de los inversores. El estudio de muchos años nos ha enseñado que las principales pérdidas provienen de la compra de activos de mala calidad en momentos en que las condiciones de esos negocios son favorables. Los inversores asumen que prosperidad es igual a seguridad.”

Benjamin Graham

Evolución, futuro y expectativas –

Gracias al buen rendimiento que está teniendo el fondo, no hemos parado de recibir preguntas sobre cuando es mejor empezar a invertir en el fondo.

A continuación, hemos detallado algunos acontecimientos relevantes por año, comenzando desde el año en que iniciamos la implementación de nuestra estrategia, primero en la sociedad familiar y luego en el fondo de inversión.

Como se puede observar, siempre ha habido, hay y habrá noticias que podrían disuadirnos de empezar a invertir. Es llamativo ver que muchas de estas noticias, una vez vividas y superadas, parecen insignificantes; sin embargo, todas ellas generaron incertidumbre en mayor o menor medida en su momento.

Resumen anual de noticias para no invertir desde el comienzo de la estrategia Bulnes Global		Rentabilidad acumulada
2017	Tensión con Corea del Norte / Referéndum en Cataluña (artículo 155)	15,5%
2018	Guerra comercial con China / Miedo a subida de tipos e inflación	7,7%
2019	Guerra comercial con China / Miedo a recesión / Devaluación del Yuan	57,3%
2020	Pandemia COVID / Miedo a recesión mundial / Elecciones USA	86,6%
2021	Variante Ómicron / Interrupciones en la cadena de suministros / Inflación desbocada	151,7%
2022	Guerra Rusia-Ucrania / Crisis energética / Recesión	97,1%
2023	Crisis bancaria americana (quiebras de bancos regionales) / Credit Suisse / Guerra Israel-Palestina	158,2%
2024 YTD*	Guerra Israel-Palestina / Tensiones Irán-Israel	212,2%
Rentabilidad anualizada		16,6%

(*) a 27/Mayo/24

Leíamos una cita de Beltrán Parages, socio fundador de Azvalor, en la revista eMagazine de @ESADEAlumni: "La confianza se genera con los resultados, cuando estos son el producto de una filosofía y una estrategia de inversión claras y consistentes y se es constante en ambos factores durante muchos años". No podemos estar más de acuerdo.

Durante estos más de siete años, desde 2021 en formato fondo de inversión, nuestra estrategia ha demostrado una notable resiliencia al vivir varios acontecimientos históricos. Aunque siete años puedan parecer un periodo relativamente corto en términos de inversión a largo plazo, este tiempo ha sido razonablemente intenso.

Como hemos destacado en cartas anteriores, la estrategia Bulnes Global se distingue por su compromiso con la transparencia. No solo es crucial alcanzar un buen rendimiento, sino también exponer claramente el camino y el riesgo asumido en cada momento para lograrlo.

Sobre las expectativas, queremos destacar una cita de Jensen Huang, CEO de NVIDIA, que resulta muy pertinente para la inversión en general: *“Las personas con expectativas muy altas tienen una muy baja resiliencia”*. Huang enfatizaba que *“la resiliencia es importante para el éxito”*. Por esta razón, siempre buscamos que los partícipes comprendan la inversión verdaderamente como un compromiso a largo plazo. Nos esforzamos por proporcionar todas las herramientas a nuestro alcance para ayudarles a evitar tanto la frustración cuando las cosas van mal, como la euforia cuando van muy bien. Al fin y al cabo, el largo plazo está compuesto de muchos cortos y la evolución de las inversiones siempre pone nuestro aguante emocional al límite.

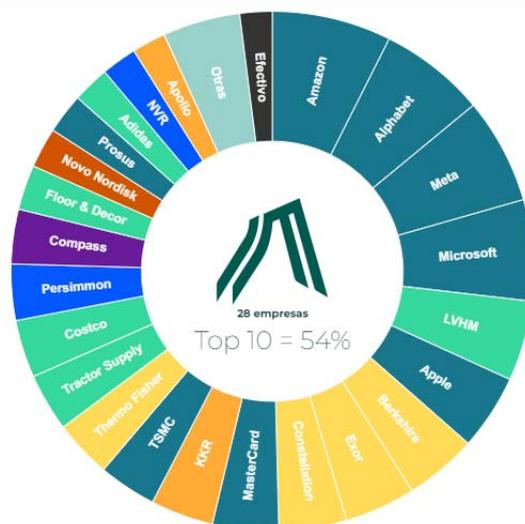
Composición de la cartera a 31/12/23

	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DEC	TOTAL
2021	- 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
2022	- 4.9	- 5.7	+ 2.0	- 4.5	- 2.8	- 6.1	+ 12.9	- 4.7	- 7.8	+ 1.8	+ 4.9	- 7.4	- 21.7
2023	+ 9.8	- 0.3	+ 3.1	+ 0.9	+ 2.8	+ 3.8	+ 2.5	- 0.4	- 2.3	- 2.8	+ 7.5	+ 3.3	+ 31.0

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

Cartera Bulnes Global a 31/12/2023

	Amazon	7.4%		Thermo Fisher	3.6%
	Alphabet	6.6%		Tractor Supply	3.6%
	Meta Platforms	6.6%		Costco	3.6%
	Microsoft	6.3%		Persimmon	3.5%
	LVHM	5.0%		Compass	3.4%
	Apple	4.7%		Floor & Decor	2.8%
	Berkshire Hathaway	4.5%		Novo Nordisk	2.5%
	Exor N.V.	4.4%		Prosus	2.5%
	Constellation Sw	4.2%		Adidas	2.3%
	MasterCard	4.1%		NVR	2.2%
	KKR	3.9%		Apollo	2.1%
	TSMC	3.6%		Otras	4.8%
				Efectivo	2.0%



Compañías que más han aportado a la rentabilidad del fondo en este periodo

	%
Meta Platforms	6,3
Amazon	4,6
Alphabet	3,6
Microsoft	2,4

Principales detractores de rentabilidad del fondo en este periodo

	%
Prosus	-0,2
Thermo Fisher	-0,3
Tractor Supply	-0,3
Estée Lauder	-0,6

¿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 (holding de Google), Amazon, Meta Platforms (antigua Facebook), Microsoft, Apple, Prosus (holding que incluye Tencent), Mastercard, TSMC y NVIDIA** forman parte de este primer grupo.

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, 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 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, Floor & Decor** y las marcas de **Adidas y LVHM**.

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.

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

Además, tenemos un bróker centrado en el nicho de profesionales e inversores institucionales, **Interactive Brokers**, y una empresa líder del mercado en el cuidado de la diabetes y la obesidad, **Novo Nordisk**.

Empresas que han entrado en el fondo en este periodo	
NVIDIA	Interactive Brokers
Novo Nordisk	Lumine Group

Empresas que han salido del fondo en este periodo			
Brookfield Corporation	Estée Lauder	TJX	Pershing Square
Ross Stores	Lumine Group	Disney	

¿Cuánto ha costado?

En 2023, la Clase B ha tenido unos gastos corrientes de 1,16% frente al TER de 1,20%. La rentabilidad es neta de comisiones y gastos.

Recordamos que el TER no incluye gastos tan relevantes como:

- Comisión de sobre resultados. Bulnes Global NO TIENE.
- Comisión de éxito. Bulnes Global NO TIENE.
- Gastos en operaciones de compra venta.

Evolución de gastos

Gastos no Corrientes (no incluidos en el TER)							
Año	Comisión				Gastos		Total
	Suscripción	Reembolso	Sobre Resultados	De éxito	Operaciones de compra-venta		
2021	No tiene	No tiene	No tiene	No tiene	0,21%		0,21%
2022	No tiene	No tiene	No tiene	No tiene	0,06%		0,06%
2023	No tiene	No tiene	No tiene	No tiene	0,02%		0,02%

Gastos Corrientes (incluidos en el TER)							
Año	Comisión			Gastos			Total
	Gestión	Distribución	Depositaría	Servicio de análisis	Servicios exteriores (auditoría, etc.)	Otros gastos de gestión corriente (tasas CNMV, financieros, etc.)	
2021	1%	No tiene	0,10%	No tiene	0,11%	0,08%	1,28%
2022	1%	No tiene	0,10%	No tiene	0,06%	0,01%	1,17%
2023	1%	No tiene	0,10%	No tiene	0,04%	0,01%	1,16%

Siempre es recomendable ver el Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID – Key Investor Information Document) para obtener información detallada sobre los costes y otros aspectos relevantes de un fondo de inversión. Con los gastos del 2023, el coste para el partícipe por cada 10.000€ invertidos sería el siguiente:

Impacto de los Gastos no Corrientes + Gastos Corrientes por cada 10.000€	En 1 año	En 5 años
Coste en euros	119 €	639 €

Clase A: Tiene un coste adicional de comisión de distribución de 0,50%.

Como siempre, agradecer todo el apoyo y la confianza recibida.



Javier Morales