



## CARTA ANUAL 2021



# Numantia

## Patrimonio Global

“Nuestro trabajo es transferir la custodia de su inversión a las personas adecuadas y al precio adecuado.”

Nick Sleep



### Contenido:

- Resultado desde inicio ..... p.2
- Plan de Pensiones..... p.3
- Plan de reducción de comisiones..... p.3
- Comentario General y Filosofía..... p.4
- Brookfield Asset Management ..... p.8
- Aseguradoras aburridas ..... p.15
- Gestoras de activos ..... p.20
- Inmuebles ..... p.21
- Mundo digital ..... p.27



- Resultado desde inicio:

## Renta 4 Multigestión Numantia Patrimonio Global FI | ★★★★★

● Renta 4 Multigestión Numantia Patrimonio Global FI : 21.19K



**Rentabilidades** desde 02/07/2017 hasta 08/11/2021 (ya descuentan comisiones y gastos):

Desde inicio (02/07/2017)	2018	2019	2020	2021 YTD
+111,9%	-15,6%	+39,1%	+24,9%	+32,3%

Estimado Numantino,

La rentabilidad de Numantia en **2020** fue del **+24,9%**, y la rentabilidad adicional, en lo que llevamos de **2021**, es del **+32,3%**. La rentabilidad acumulada desde el inicio en julio de 2017 es del **+111,9%**<sup>1</sup>, lo que supone una tasa compuesta del **18,8% anual**.

El **objetivo** de Numantia es el mismo que teníamos cuando creamos la sociedad familiar en 2013: **preservar y hacer crecer el patrimonio**. Así de simple, y siempre en términos reales, es decir, **superando a la inflación**.

¿Cómo lo intentamos conseguir? Principalmente **siendo propietarios de acciones de un pequeño grupo de empresas**, aunque también tenemos flexibilidad para invertir en renta fija u otro tipo de activos si lo consideramos adecuado para conseguir ese objetivo.

<sup>1</sup> +326% incluyendo la rentabilidad de la sociedad familiar desde septiembre de 2013.



Las cartas anuales, como esta, sirven para **explicar a los partícipes qué empresas tenemos en cartera y por qué**, con transparencia.

- **Plan de pensiones**

Desde septiembre de 2021 se pueden hacer aportaciones y traspasos a **Numantia Pensiones PP**, un Plan de Pensiones con la **misma cartera y comisión** de gestión que Numantia, pero con las condiciones y **restricciones de liquidez** que caracterizan a todos los Planes de Pensiones.

Ya hace más de 3 años que algunos de los primeros partícipes me lo pidieron. **Ha sido posible gracias al interés que habéis demostrado entre todos**. Agradezco la paciencia que habéis tenido. También hay que reconocer el **trabajo de Renta 4** para conseguirlo de forma rápida y ordenada, pues la constitución de un Plan de Pensiones es mucho más compleja que la de un fondo de inversión.

De momento sólo se puede contratar a través de Renta 4, pero espero que en breve esté disponible en Inversis y MyInvestor.

Es un vehículo distinto, pero con el mismo objetivo que Numantia, y con la misma cartera. **Mi intención es tener una única estrategia**, así que seguirá habiendo un único fondo de inversión, con una única clase de participaciones. Un único fondo que además **no cerrará en función del patrimonio** gestionado. Para mí lo importante es que alguien que esté haciendo aportaciones periódicas para su jubilación o para la educación de sus hijos **tenga la tranquilidad de saber que dentro de 10 años podrá seguir haciendo aportaciones** al mismo fondo, sin cambios.

- **Plan de reducción de comisiones:**

El objetivo de este plan es **compartir las economías de escala** con los partícipes, y la política del plan es cumplir con lo que se dijo. El 1 de febrero de 2019 la comisión de gestión bajó del 2% al 1,75% anual al superar los 3M€.

Como explicamos en la última carta, el siguiente compromiso era bajar la comisión de gestión hasta el **1,5% anual** al superar 15M€ bajo gestión, y así lo hicimos en **febrero de 2021**, así que 1,5% anual es la comisión de gestión actual.

Si el patrimonio del fondo **se consolida por encima de los 50 millones de euros**, recomendaremos a Renta 4 gestora bajar la comisión de gestión al **1,25% anual**.

No hay comisión de suscripción, ni de éxito, ni de reembolso.



- **Comentario General y Filosofía:**

Los resultados de Numantia desde su inicio hace más de 4 años son muy buenos, pero **esa rentabilidad anual no es sostenible a muy largo plazo. No intentamos ser los más listos, lo importante es no perder poder adquisitivo**, así que mi relación con vosotros como partícipes sólo será duradera si vuestras expectativas de rentabilidad rondan **la mitad** de lo conseguido hasta ahora.

Si ganamos convicción en una empresa de calidad en la que esperamos **obtener entre un 8% y un 12% anual** a 10 años, invertimos sin dudarle. Si conseguimos más, genial. Lo que no haremos es intentar conseguir un 15% anual a costa de asumir mucho más riesgo, con empresas de menor calidad o con un futuro más incierto. Con sólo un error de inversión grave cada pocos años podemos estropear la capitalización compuesta de toda una vida, así que **primamos la tranquilidad**.

Pero como sabemos, **el futuro es incierto y nada está garantizado**. Lo que está claro es que **las cotizaciones** de las acciones, movidas por las expectativas de los inversores, **cambian con mucha más frecuencia y amplitud que la realidad de los negocios** subyacentes. Esto ofrece oportunidades para los inversores a largo plazo que tengan más paciencia y hagan análisis más sosegados y mejores valoraciones, que no son más que estimaciones subjetivas sobre el futuro de las empresas.

Pero **¿qué es el largo plazo?** Es el tiempo que hace falta para que el resultado de nuestra inversión **dependa más de la evolución del negocio que del vaivén de las expectativas** de los inversores. Así de simple. Por eso la rentabilidad del fondo en un año concreto es tan impredecible como irrelevante.

Siempre nos equivocaremos en mayor o menor medida en nuestras estimaciones sobre el futuro de un negocio, pero si nos aproximamos más que el inversor medio, ese futuro irá llegando conforme pasen los años y deberemos cosechar buenos resultados.

Como he explicado en otras ocasiones, para conseguir nuestro objetivo me fijo mucho en los aspectos que realmente importan en ese largo plazo, como son las **ventajas competitivas** de los negocios y en los comportamientos de las personas, pues la **cultura de una empresa** es clave para que **sobreviva y prospere** en un mundo cambiante.

Mi trabajo es **encontrar y vigilar esas empresas** de calidad dirigidas por directivos excelentes, para invertir en ellas a precios razonables. Como reza la cita de la portada, es un ejercicio de **transferencia de capital**. En última instancia **vuestros ahorros financian proyectos concretos** y son las personas que están al pie del cañón los que sacan la empresa adelante, **satisfaciendo a los consumidores**. Son los analistas que buscan infraestructuras a buen precio en Brookfield, los ingenieros que diseñan una nueva aleación de aluminio para Tesla, o la enfermera que sonrío a cada paciente en una villa de Ryman Healthcare los que se merecen el mérito de la creación de valor a largo plazo de Numantia.



Como asesor, mi obligación es **seguir aprendiendo** y acumulando conocimientos para entender mejor los negocios en los que invertimos, hacer estimaciones más acertadas, descubrir errores que estemos cometiendo, cambiar de opinión, y encontrar nuevas oportunidades.

Eso sí, nunca quise que el proceso de análisis fuese una **caja negra** en la que los partícipes tienen confianza ciega. Para eso sirven estas cartas y las reuniones anuales, para explicar con transparencia las empresas en las que invertimos y que así, con el paso de los años, los partícipes puedan juzgar mi criterio igual que yo vigilo y juzgo las acciones y estrategias de los directivos.

Sé que muchos desearíais actualizaciones más frecuentes. Aunque podéis contactar conmigo siempre que queráis en el email [info@numantiapatrimonio.com](mailto:info@numantiapatrimonio.com) y en la cuenta de Twitter @foso\_defensivo, es importante tener siempre presente que **no puedo asesorar a particulares** y que me gusta que todos los partícipes tengan el mismo acceso a mis opiniones, por eso no tengo reuniones presenciales.

Este año intentaré **minimizar mis entrevistas y apariciones en público**. Trato de tener tiempo para todo, pero el patrimonio crece y cada vez es una responsabilidad mayor, así que debo estar enfocado en los análisis, lo más importante para la rentabilidad del fondo.

Los resultados actuales **se están cosechando por el trabajo de análisis de hace 3, 4 o 5 años**. Mientras los inversores están enfocados en las preocupaciones del presente, que van cambiando de un año a otro, vuestro horizonte temporal me libera de la presión de **tener una opinión frecuente de cada tema de actualidad**. Lo importante para el fondo es que esté aprendiendo y reflexionando sobre los aspectos que afectarán a nuestras empresas en el futuro, **con la vista puesta en 2025 o 2030**, no en el próximo trimestre.

Ese es uno de los motivos por los que las cartas a veces se hacen tediosas o filosóficas, porque me sirven para estructurar mis reflexiones. Sólo soy un asesor, sin analistas, así que **no puedo analizar en profundidad miles de empresas saltando de una infravaloración pasajera a la siguiente**, sobre todo si se trata de empresas mediocres; sería como cruzar un campo de minas.

Debo centrar mi investigación en **conocimientos que no caduquen**, que sigan siendo valiosos con el paso de los años y se acumulen. **La información tiene vida media**, como en un proceso de desintegración de partículas. Y la que más perdura es la teórica, **las leyes económicas y físicas, y el estudio del comportamiento humano**. Por eso he centrado mi formación en esos conocimientos. Estudiar y reflexionar sobre **ventajas competitivas sostenibles**, la **cultura de una empresa y su estrategia a largo plazo**, o las llamadas “megatendencias” como el envejecimiento de la población o el comercio online, es un ejercicio más valioso para nuestro objetivo que el último informe trimestral de una empresa.



Podría estudiar durante una semana una empresa de baja calidad para afinar al máximo su valoración, y vender un mes después tras un +15%, pero es difícil que comprenda el negocio y sus riesgos mejor que alguien que la ha analizado durante años y **todo el conocimiento adquirido sería inútil una vez vendida**. Tendría que empezar a buscar la siguiente oportunidad de infravaloración pasajera comprendiendo una nueva empresa desde cero. **Construir toda la cartera así es muy arriesgado**.

**No somos cazadores, somos granjeros y cultivadores**. No tenemos que salir a cazar todos los días. Sembramos para el futuro y vigilamos el rebaño. **Lo que aprendí de Brookfield en 2016 sigue siendo valioso y relevante hoy día**, y el desarrollo inmobiliario de Howard Hughes no se construye de un día para otro. Las posiciones del fondo tienen mucho **análisis y convicción acumulados**, y es un proceso continuo de aprendizaje y vigilancia, pero con mucha más inercia. Los cambios que hago en las posiciones del fondo siempre intentan mejorarlo, pero la cartera podría mantenerse estática durante un año y me quedaría tranquilo, cosa que no ocurriría si se detiene en seco y durante un año el análisis en una cartera construida con enfoque de cazador.

Me imagino el fondo como un **rebaño de ovejas que vigilar**, o un terreno con árboles frutales, sembrando en unas zonas y recogiendo en otras. Cada “oveja” tiene mi opinión sobre la convicción, certidumbre y rentabilidad esperada, que es como ordeno los pesos en la cartera:





A pesar de la importancia que le doy a esas reflexiones atemporales, en esta carta no querría extenderme más en el comentario general o en la filosofía sino en la **explicación de inversiones concretas**. Para quien quiera profundizar en mis últimas reflexiones sobre filosofía de inversión, recomiendo la anterior **carta de 2020**, en especial la sección **“Las personas: el foso defensivo definitivo”**<sup>2</sup> y la última edición de la revista Buscando Valor, con mi artículo **“Buscando empresas que perduren”**, que

podéis descargar aquí: [Revista-13-Buscando-Valor-Septiembre-Noviembre-2021.pdf \(rankia.s3.amazonaws.com\)](https://rankia.s3.amazonaws.com/Revista-13-Buscando-Valor-Septiembre-Noviembre-2021.pdf)



También creo que os resultará interesante esta charla que tuve en el canal de Luis Miguel Ortiz sobre inversión en calidad y crecimiento, donde hacemos reflexiones sobre muchos aspectos del mundo económico y sobre nuestro estilo de inversión: [MASTERCLASS sobre INVERSIÓN en CALIDAD y CRECIMIENTO con Emérito Quintana | Proyecto Pioneros - YouTube](#)



Este ejercicio de transparencia es clave, pero tiene algunos problemas:

- Como asesor, existe el llamado **“commitment bias”**, un sesgo psicológico por el cual, al hacer pública una opinión, tendemos a estar más convencidos de ella ignorando información que la contradiga. Además, **no nos suele gustar reconocer nuestros errores** y cambiar de opinión cuando deberíamos. Por mi parte, estoy acostumbrado a ello, así que no debería suponer un problema. El último ejemplo es Just Eat Takeaway, una tesis de inversión que explicamos en

<sup>2</sup> [5ª carta 2020.pdf - OneDrive \(live.com\)](#)



la última carta con vocación de permanencia a largo plazo, pero que ya no está en cartera por inconsistencias en la estrategia del CEO que no me dejaban tranquilo. Se reconoce y se vende. Hay más detalles sobre este sesgo en la primera carta de Numantia de 2017<sup>3</sup>.

- Siempre existe el riesgo de que inversores particulares copien las ideas explicadas en las cartas **sin hacer los deberes y sin ganar convicción**. Es imposible de evitar, pero hay que tener presente que **yo me equivoco con frecuencia y que me seguiré equivocando** y que, sin convicción, un inversor particular no sabrá qué hacer ante una caída del 50% o una revalorización del 200%. Además **veo la cartera como un conjunto**, y a veces tenemos posiciones porque el resto de la cartera las compensa o complementa. Las tesis sólo son mi opinión, y no son una recomendación.
- **Cartera actual y movimientos:**

### Brookfield Asset Management

Ha sido la **principal posición de Numantia** desde hace más de 4 años y lo sigue siendo. Es una de las empresas que más tiempo lleva analizar en profundidad, por eso muchos inversores la terminan descartando por ser demasiado compleja.



En la primera carta de 2017 lo resumíamos así: *“Brookfield es una empresa compleja que lleva tiempo comprender. Se compone de varias divisiones que a su vez cotizan de forma independiente. Las más importantes se centran en **activos inmobiliarios, infraestructuras y presas hidroeléctricas**. Además de las comisiones que gana la matriz por gestionar estas divisiones cotizadas, Brookfield capta fondos de grandes instituciones para asignarlos de forma inteligente en activos reales duraderos y de calidad que se encuentran infravalorados en distintas partes del mundo. A pesar de su tamaño actual, creemos que nuestra inversión puede obtener una rentabilidad de entre el **15% y el 20% anual** en la próxima década.”*

<sup>3</sup> [1ª Carta Numantia Patrimonio.pdf - OneDrive \(live.com\)](#)



Más de 4 años después, todo sigue siendo válido, incluyendo la rentabilidad esperada. Lo bueno de tener un pequeño grupo de empresas, en las que sólo 10 de ellas son la mitad del fondo, es que **no es necesario tener una opinión macroeconómica o sobre “el mercado”**, sólo sobre nuestras empresas. Si Brookfield es la principal posición en el fondo, está claro que **debe ser una empresa que destaca en cada uno de los criterios** que uso para asignar el porcentaje en cartera: **convicción, certidumbre y rentabilidad esperada**. Esperábamos un 15-20% anual durante 10 años en 2017, veamos su evolución desde el inicio del fondo el 02/07/2017, incluyendo dividendos:



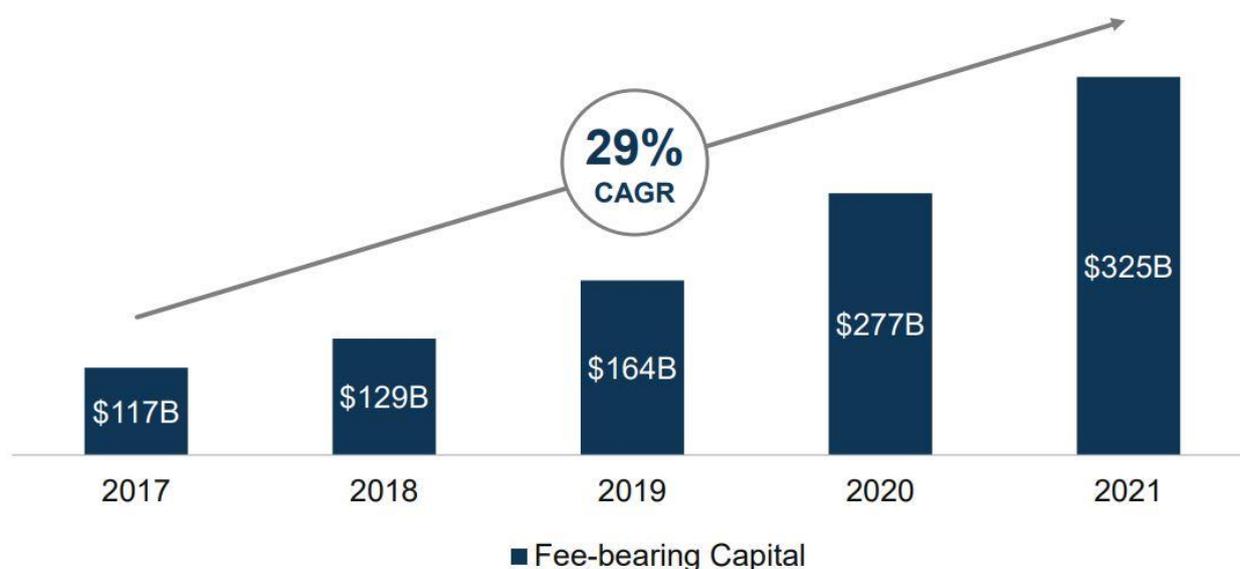
La rentabilidad anual compuesta roza el **23%**, superior a lo esperado. La empresa no sólo **ha creado valor a un ritmo cercano al 17%** anual, sino que el descuento sobre el valor razonable se ha ido reduciendo, aportando una rentabilidad extra. Quizá esto sea porque se empiezan a ver los frutos de inversiones pasadas en forma de mayores comisiones de éxito y beneficios distribuibles. El entorno de tipos de interés al 0% también ha ayudado.

Aunque entrar en el detalle de sus activos y estructura sea complejo, **el valor de Brookfield sólo tiene 2 componentes** principales: **su negocio de gestión de activos y su propio capital invertido**, siendo este último en su mayoría participaciones en sus filiales.

Brookfield capta fondos de inversores institucionales que quieren **mayor exposición a inversiones alternativas** (infraestructuras, inmuebles, empresas no cotizadas, energía renovable), una tendencia que se ha visto acelerada por este entorno de tipos de interés bajos, y **cobran comisiones fijas y de éxito por ello**. Otros vientos de cola que contribuyen a ello es **la urbanización, el envejecimiento de la población, y el endeudamiento de los Estados**. Ahora lo explicaremos mejor.



Desde que invertimos en 2017, el capital que genera comisiones se ha triplicado, y un porcentaje cada vez mayor de ese capital tiene comisiones de éxito:



325.000 millones de dólares puede parecer una cifra muy elevada y solemos pensar que el crecimiento es inversamente proporcional al tamaño de la empresa. Así suele ser, pero no en este negocio. No hay que olvidar que estamos hablando de **los sectores más grandes y valiosos del mundo, como son los inmuebles o las infraestructuras**.

Como ejemplo, en cuanto a las infraestructuras, en la carta de agosto de 2018<sup>4</sup> escribíamos:

*“La inversión en infraestructuras no es sólo una tesis de inversión más, sino probablemente **LA tesis de inversión de nuestras vidas**<sup>5</sup>. Las infraestructuras sirven de eje para el crecimiento económico, y tanto la reducción de la inversión en los países desarrollados desde 1970 como el fuerte crecimiento de la clase media en las ciudades de países emergentes provocarán un **fuerte déficit de inversión** privada en infraestructuras a escala global del orden de las **decenas de trillones** de dólares de aquí a 2040.*

*Ese es uno de los **vientos de cola de los que se beneficia Brookfield**, nuestra principal posición, y por lo que creemos que puede llegar fácilmente a los **500 billones de dólares en activos bajo gestión**, desde los 250 actuales. Además, estos activos de larga duración generan **flujos de caja estables, crecientes, y protegidos contra la inflación.**”*

<sup>4</sup> [3ª carta agosto 2018.pdf - OneDrive \(live.com\)](#)

<sup>5</sup> [The-Investment-Case-for-AMP-Capital-Global-Infrastructure-Securities-Fund-Unhedged-Managed-fund-GLIN.pdf \(betashares.com.au\)](#)



El **crecimiento de las ciudades y de la clase media** requiere una inversión muy elevada en construcción y mantenimiento de infraestructuras a nivel mundial, desde suministro de agua hasta puertos o fibra óptica para el consumo de datos. En los países desarrollados pesa más la necesidad de mantenimiento y renovación, y en los países en desarrollo lo importante es su nueva construcción.

Históricamente las infraestructuras estaban en el balance de los Estados, pero con sus **niveles de deuda y déficit actuales**, la tendencia a la privatización parece clara. La **falta de inversión anual son millones de millones** de dólares, y sólo el sector privado puede cubrir esa necesidad.

Por eso no es difícil que Brookfield  **siga creciendo a buen ritmo**, sólo tiene que captar una pequeña fracción de esa oportunidad. Además, **su escala y alcance** global son una ventaja competitiva, no una desventaja. Si se vende una presa en Brasil por 5.000 millones, a pocos compradores en el mundo se pueden llamar que tengan el dinero, y la experiencia operativa para asumirlo, sobre todo si la transacción es compleja y lleva tiempo.



Brookfield se diferencia de los competidores por su **excelencia operativa**. Tienen a más de mil inversores profesionales de gran talento buscando oportunidades por todo el mundo, pero 150 veces más empleados que gestionan y optimizan los activos directamente. Es decir, **150.000 personas con know-how a pie de obra** que aportan un conocimiento muy valioso y localizado en las transacciones. Si una gestora de activos alternativos consigue un 8% anual con una operación, ellos consiguen un 15% por su **ventaja operativa**, lo que se traduce en más comisiones de éxito y un mejor histórico de resultados de cara a nuevos clientes.

La empresa matriz también invierte en esos mismos proyectos, manteniendo un balance muy sólido. **Esa situación financiera y la alineación de intereses** es muy importante para los inversores institucionales. Vemos por tanto que es una combinación de vientos de cola seculares con talento empresarial a gran escala y relaciones de confianza lo que impulsa el negocio de la gestora.

La mayoría de mi investigación inicial fue en 2016, año en el que presentaron sus estimaciones a 5 años. Ahora, en 2021, podemos comprobar que **han cumplido o superado sus expectativas**, lo que es una buena señal de cara a sus objetivos para 2026, pues esperan duplicar sus activos bajo gestión y sus beneficios:



Vemos que han **superado sus expectativas iniciales** tanto en comisiones fijas como en comisiones de éxito. Estas últimas son menos estables y recurrentes porque dependen del momento en el que se reciclan los activos, y la visión de Brookfield es de muy largo plazo. La mayoría de los fondos que captan tienen un **horizonte temporal de 10 años o perpetuo**.

Por el lado de las inversiones directas con su propio capital, al margen del negocio de gestión, lo más importante son las **participaciones en sus filiales Brookfield Infrastructure, Brookfield Renewable y Brookfield Business Partners**; todas cotizan en bolsa. Su filial inmobiliaria también cotizaba pero la privatizaron hace poco, aprovechando su constante infravaloración. Lo cierto es que no era la filial ideal para cotizar; a pesar de la calidad de sus activos, su nivel de deuda y las elevadas comisiones de gestión y dividendos que aportaba a la matriz aumentaban las dudas sobre el valor del patrimonio neto para los inversores minoristas. Siendo privada tendrán más flexibilidad para reciclar capital a buenos precios.

De cada filial podríamos hacer un análisis, pero no terminaríamos nunca. **Cuando Martí Alonso** me dijo que iba a analizar **Brookfield Infrastructure**, a las pocas semanas me envió un PDF con 92 páginas de análisis en detalle. Si podéis, no os perdáis su análisis en profundidad en su web: [Brookfield Infrastructure Partners - Análisis de Inversión \( analisisdeinversion.com \)](https://www.analisisdeinversion.com)

De esta filial, lo más relevante es que son activos de larga duración. El 85% de su facturación son **contratos a largo plazo** estables, y el 75% de sus flujos de caja están **referenciados a la inflación**.

En cuanto a los directivos, la alineación de intereses es muy clara, y la cultura corporativa excelente. **Bruce Flatt** tiene una **visión multigeneracional de creación de valor** de la empresa y una filosofía oportunista y valiente de **compra de activos de calidad a buen precio**, incluyendo la recompra de acciones de la propia Brookfield.



A nivel estratégico estoy muy en sintonía con los 2 nuevos sectores que impulsarán su crecimiento: **el software y los seguros.**



Como siempre explica Pat Dorsey<sup>6</sup>, las ventajas competitivas son dinámicas, **los fosos defensivos se ensanchan o estrechan**, y aparecen en nuevos sectores conforme el mundo cambia. Hoy en día están apareciendo muchas ventajas competitivas por **“costes de cambio” en el mundo del software.**

Si una herramienta acaba embebida en el día a día de las empresas, aporta valor y **los empleados se acostumbran a usarla**, puedes conseguir **beneficios recurrentes similares a los de las infraestructuras.** Empresas que hemos tenido en cartera como Constellation Software o Roper Technologies llevan muchos años aprovechándose de esto, así como otras empresas más conocidas como Microsoft, Autodesk o Adobe.

En la última presentación de Brookfield dijeron que **“el software es la nueva infraestructura”**, y me gusta que vayan a invertir en el sector.

Por su parte, su fuerte **apuesta por el sector asegurador** también es muy interesante. Como muchos sabréis, desde 2015 a 2020 trabajé como Subdirector de Inversiones de una aseguradora de vida, donde aprendí muchísimo. La aseguradora cuenta con una de las ratios de solvencia más altas de Europa y con una visión conservadora de muy largo plazo, manteniéndose independiente de los grandes grupos financieros. Gracias a ello ha conseguido capear el temporal de los tipos de interés bajos. Sin duda ha sido un gran desafío para el sector.

Muchas aseguradoras han abandonado el sector del seguro de vida clásico por este entorno en el que **no pueden invertir en deuda pública a largo plazo a tipos de interés interesantes** para realizar el casamiento financiero con sus provisiones técnicas y conseguir un beneficio. La mayoría se ha transformado en pseudo-gestoras de inversión, e incluso fusionado con gestoras, pues no pueden seguir ofreciendo productos de ahorro garantizados a largo plazo.

Cuanto más bajan los tipos de interés, **más aumenta el valor de sus obligaciones**, más difícil es invertir en renta fija, y menos interesante es la propuesta de valor para los clientes.

---

<sup>6</sup> [Interview with Pat Dorsey, founder, Dorsey Asset Management - YouTube](#)



Dependiendo del balance concreto de cada aseguradora y de la estimación de flujos futuros de su activo y su pasivo, es perfectamente posible que **tanto su solvencia como su patrimonio neto aumenten con una subida de tipos** de interés, aunque su activo tenga deuda pública de larga duración, cuyo valor se derrumbaría en ese escenario.

Tenemos por tanto **un sector con grandes dificultades**, que Brookfield conoce bien, pues cada vez más aseguradoras son clientes suyos. ¿Dónde ir a buscar esa rentabilidad a largo plazo minimizando el riesgo? En los fondos de inmuebles, infraestructuras y bonos de Brookfield.

Y piensan ir mucho más allá dando soluciones a las aseguradoras, llegando incluso a reasegurar grandes carteras de pólizas, trasladando ese riesgo o comprando aseguradoras enteras. Su primer gran acuerdo reasegurador ha sido con la empresa American Equity, y **han comprado la aseguradora American National** por 5.100 millones de dólares, una aseguradora de vida con 100 años de historia.



## \$45 billion of insurance AUM agreements signed

Es difícil que el valor de las provisiones técnicas aumente mucho más, pues los tipos de interés nominales no pueden ser del -4% por ejemplo, pero serán muy buenas inversiones cuando los tipos de interés se normalicen.

Esta nueva línea de negocio es una **cobertura natural para Brookfield**, que se beneficia del entorno de bajos tipos de interés. La **compra de Oaktree** también diversifica el negocio y lo vuelve **más anticíclico**, pues Oaktree prospera cuando hay crisis, problemas de liquidez y reestructuración de deudas, como ocurrió en la primera mitad de 2020, donde encontraron muchas oportunidades.

Por último, en cuanto a la valoración, seguimos esperando una **rentabilidad anual superior al 15%**, lo que es muy atractivo para este nivel de calidad y convicción. También podemos abordar la valoración de otras maneras:



- En 5 años, sus inversiones directas con **capital propio en las filiales es probable que valgan más que la capitalización actual**. Esto implicaría, si se mantiene la cotización actual en 2026, no pagar nada por el negocio de gestión, que es creciente, recurrente y de altos márgenes.
- El flujo de caja libre y distribuible, tanto por comisiones fijas, de éxito y realizaciones de capital, pueden llegar a **\$11.000 millones en 2026**, menos de 10 veces la cotización actual, al margen de las inversiones directas.
- El **flujo de caja libre acumulado** que la empresa estima generar en los **próximos 10 años es superior a la capitalización actual**.

Casas de análisis como BMO Capital suelen realizar estudios similares, para descontar el valor de las inversiones directas y ver **cuánto estamos pagando por el negocio de gestión de activos**, en múltiplos sobre las comisiones fijas y de éxito de los siguientes 12 meses, y Brookfield cotiza de forma consistente por debajo de sus competidores. Estos son los últimos datos disponibles de mayo de 2021:

**Exhibit 5: BAM's Relative Valuation to U.S. Alternative Asset Management Peers**

Company	Stock Symbol	Rating	Target Price	Market Price	Asset Management (AM) Target Valuation				Market Valuation (per share)			
					FRE	Perf. Fees	Blended Multiple	Value per Share	Invested Capital	Implied Value of AM	Implied AM Multiple	
<b>BAM</b>	<b>BAM-US</b>	<b>Outperform</b>	<b>\$57.00</b>	<b>\$45.19</b>	<b>18.4x</b>	<b>10.0x</b>	<b>14.1x</b>	<b>\$36.11</b>	<b>\$20.40</b>	<b>\$24.79</b>	<b>9.7x</b>	
<b>U.S. Alternative Asset Managers:</b>												
KKR & Co. Inc.	KKR-US	Outperform	\$73.00	\$54.83	20.2x	20.2x	20.2x	\$59.38	\$13.42	\$41.41	14.1x	
Apollo Global	APO-US	Outperform	\$72.00	\$55.69	22.0x	7.9x	18.3x	\$45.67	\$25.90	\$29.79	11.9x	
Blackstone Group	BX-US	Mkt. Perform	\$77.00	\$84.73	20.6x	15.5x	18.3x	\$74.67	\$2.00	\$82.73	20.3x	
Carlyle Group	CG-US	Mkt. Perform	\$50.00	\$42.02	20.2x	16.5x	18.4x	\$47.11	\$3.00	\$39.02	15.3x	
Ares Management	ARES-US	Mkt. Perform	\$63.00	\$50.87	23.1x	18.7x	21.7x	\$61.32	\$2.00	\$48.87	17.3x	
					<b>Median</b>	<b>20.6x</b>	<b>16.5x</b>	<b>18.4x</b>				<b>15.3x</b>
					<b>Average</b>	<b>21.2x</b>	<b>15.8x</b>	<b>19.4x</b>				<b>15.8x</b>

Un múltiplo de ~10x en un negocio creciente y de calidad es buena inversión.

### Aseguradoras aburridas:

En línea con lo explicado para el caso de Brookfield, en el último año hemos aumentado nuestra exposición a un selecto grupo de **empresas aseguradoras** que crean valor al tiempo que nos protegen ante un escenario de subida de tipos de interés.

**Markel** quizá sea la más conocida, aseguradora centrada en riesgos especializados con una cartera de inversiones envidiable, que enfatiza la inversión en empresas de calidad para el largo plazo, y con un director de inversiones al que admiramos: **Tom Gayner**.



Bruce Flatt, Tom Gayner, en última instancia **invertimos en personas**, y siempre se aprende algo nuevo en sus conferencias, que os recomiendo.

Otras aseguradoras en cartera como **Alleghany y Arch Capital Group** quizá no sean tan conocidas, pero todas tienen **equipos gestores inteligentes y largoplacistas**, que pueden hacer crecer su patrimonio neto a nuestro ritmo mínimo objetivo del **8-12%** anual y que podemos comprar baratas tras estos años tan duros para el sector asegurador.

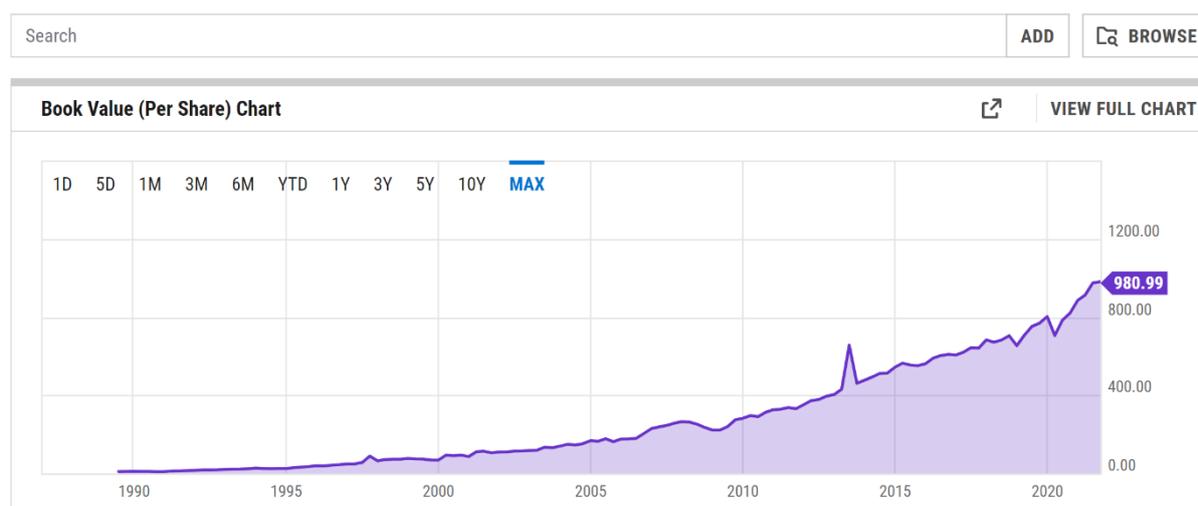
Sobrevivir y prosperar en el mercado no es nada fácil. La esperanza de vida de las empresas del S&P500 en 1958 era de 61 años, **hoy en día es de 18 años**, y el ritmo acelerado de destrucción creativa en el mundo sigue acortando esa cifra. En 2030, **muchas de las empresas del S&P500 habrán desaparecido**, incluyendo algunas de las más conocidas. Si invertimos a largo plazo, debemos buscar **empresas que perduren**.

Los seguros y reaseguros son unos de los sectores más antiguos y siempre serán necesarios. Con la disciplina adecuada en la emisión de pólizas y en la inversión y con vistas a mantener la solvencia en cualquier entorno económico, una aseguradora puede ser un negocio increíblemente resiliente y longevo.

Veamos la evolución del patrimonio neto por acción de nuestra selección:

**Market Book Value (Per Share):** 980.99 for Sept. 30, 2021

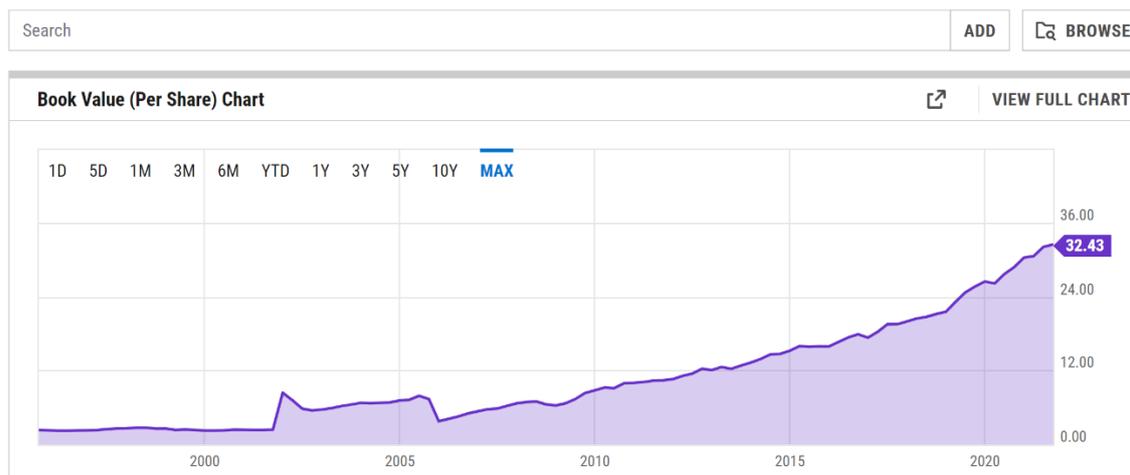
VIEW 4,000+ FINANCIAL DATA TYPES:





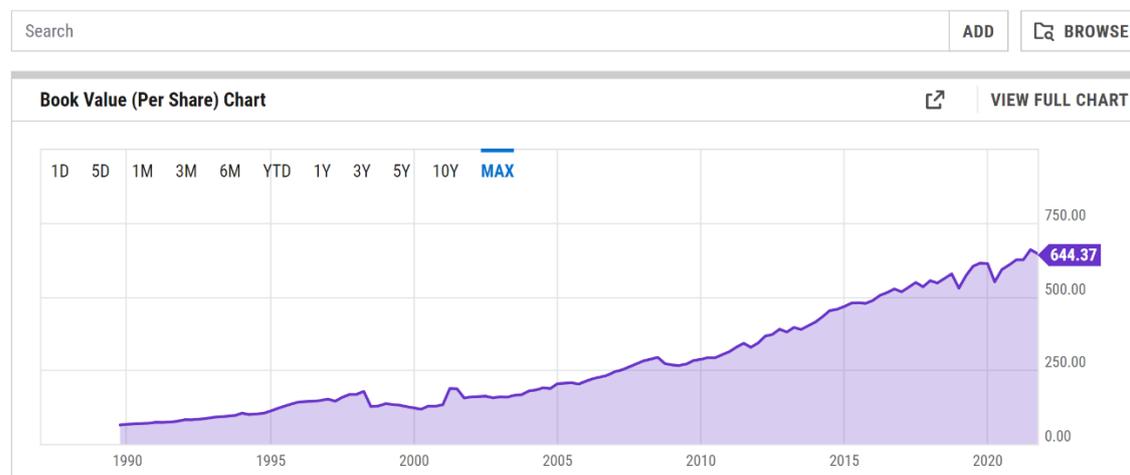
## Arch Capital Group Book Value (Per Share): 32.43 for Sept. 30, 2021

VIEW 4,000+ FINANCIAL DATA TYPES:



## Alleghany Book Value (Per Share): 644.37 for Sept. 30, 2021

VIEW 4,000+ FINANCIAL DATA TYPES:



**Alleghany** ha aumentado el patrimonio neto por acción al **8% anual** compuesto durante **31 años**. **Arch Capital Group** al **11% anual** compuesto en un periodo similar, y **Markel** a un impresionante **15%** anual desde 1989.

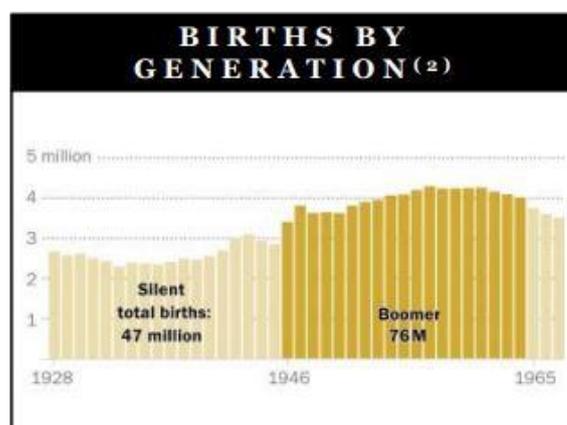
Las valoraciones en base al patrimonio neto no siempre son adecuadas pero son un buen punto de partida para ser conservadores invirtiendo en estos negocios. Estamos comprando **Markel al 132%** del patrimonio neto, **Arch Capital al 129%** y **Alleghany al 106%**.

Y digo que no son adecuadas porque hay que entender los negocios uno a uno, su estrategia y las personas al mando. Mi valoración es superior, pero está claro **que las compramos a buenos precios**. En el caso de Markel, su inversión en negocios no

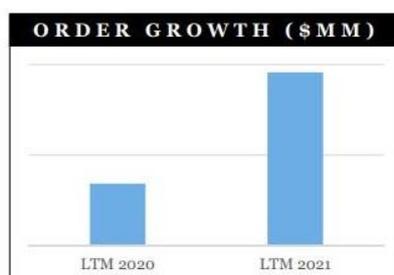


cotizados a través de **Markel Ventures** pesa cada vez más dentro del negocio e infravalora el patrimonio neto.

**Alleghany** también tiene interesantes inversiones no cotizadas además de su negocio reasegurador, una de las más interesantes es **Willbert<sup>7</sup>**, que ofrece **servicios funerarios**. Sin duda, el sector de la muerte es bastante recurrente y, según sus estimaciones, se acerca un gran número de clientes:



En un tono menos macabro, su filial **Jazwares** vende juguetes de Roblox, Fortnite, ¡y hasta Pokémon!



Alleghany está más expuesta que Markel al **riesgo de catástrofes**, y la concentración de huracanes de los últimos 5 años han lastrado el crecimiento de la empresa, pero el valor de las primas está creciendo en el sector, y **Alleghany ha aumentado aún más la disciplina de precios** para esos contratos de reaseguro.

La empresa sabe que tanto su negocio asegurador como sus

inversiones no cotizadas **mejoran**, y que la empresa cotiza a un precio atractivo, así que en los últimos 12 meses **han recomprado el 3%** de las acciones en circulación, acelerando el ritmo en el último trimestre:

<sup>7</sup> [Concrete Burial Vaults, Cremation Urns, Jewelry and Related Memorialization | Wilbert Funeral Services](#)



"Looking to 2022, we are encouraged by the continuing underlying profitable growth in our businesses. In recognition of this and the strength of our balance sheet, we increased our pace of share buybacks during the quarter, repurchasing \$91 million in shares."

**No son empresas para hacerse rico rápido**, pero sí para conseguir una tranquilidad rentable. Y como hemos dicho, es interesante estudiar la **relación de duraciones del activo y el pasivo** para saber el efecto que tendría una subida de tipos de interés. Si la inversión nos sirve de cobertura de parte de la cartera, aún mejor.

Hay que decir que esta cobertura ante una subida de tipos de interés puede no reflejarse en el patrimonio neto por las normas contables, pues no todo el activo o el pasivo están contabilizados a valor de mercado, pero lo que importa no es el balance contable sino el balance económico, que es el real, y del que depende la solvencia.

A este respecto destaca nuestra última inversión en una empresa aseguradora, **Fairfax Financial Holdings Ltd.** Lo cierto es que su crecimiento en la última década ha sido muy pobre, y durante años he observado que su estrategia y comentarios eran contrarios a nuestra filosofía. **Han cometido muchos errores**, y por eso los inversores la descartan o la odian, de ahí que cotice a un 0.75x de su valor contable.

Si tenemos en cuenta el valor de mercado real de sus inversiones, en especial de **Digit Insurance**, que ha sido una gran inversión, estamos comprando Fairfax por **0.65x el patrimonio neto**, menos de la mitad de lo que ha cotizado históricamente. El difícil entorno del mercado asegurador les ha impedido recomprar tantas acciones como hubieran querido, pero su situación está mejorando, y **el propio Prem Watsa invirtió en 2020 \$150 millones de su propio dinero en acciones.**

**Todos los años cambiamos de opinión sobre algo**, y Fairfax es uno de los cambios de opinión destacados de 2021. ¿Por qué? Porque **han reconocido sus errores**, y siempre es algo a valorar en directivos y gestores. Se dedicaron a hacer apuestas macroeconómicas que no salieron bien, vendiendo en corto los índices americanos y se prepararon para una fuerte deflación que nunca llegó. Sin embargo, en octubre de 2020, Prem Watsa anunció: **"No venderemos en corto índices, no venderemos en corto empresas, nunca. Todo eso se acabó."**<sup>8</sup> Además, algunos cambios me hacen sospechar que empezarán a invertir en empresas de mayor calidad, alejándose poco a poco de negocios industriales mediocres. En cualquier caso, **su cartera de renta fija tiene una duración muy corta**, y es la aseguradora que más se beneficiaría de una subida de tipos de interés.

---

<sup>8</sup> Traducción libre



## Gestoras de activos:

Si empresas como Alleghany o Markel son pequeñas Berkshires, nuestras inversiones en Numantia en **Onex y Dream Unlimited** son como pequeñas Brookfields. Permiten aumentar la masa gris concentrada en Numantia, teniendo empleadas a miles de personas con inteligencia y talento buscando oportunidades de crear valor.

En el caso de Dream Unlimited, en la última carta anual de 2020 explicábamos:

*“El negocio de **gestión de activos** crecerá con fuerza en los próximos 5 años, hasta el punto de valer la mitad de la cotización actual, y el balance está repleto de activos recogidos a un **valor muy inferior al real**, con un vasto inventario de terrenos sin desarrollar. Como ejemplo, una reciente venta de terrenos en Calgary por \$175.000 cada acre figuraba en el balance a \$82.000 por acre. ¿Es este **la forma más barata de ser terrateniente** en Canadá? A un precio actual de 19 CAD por acción, me cuesta justificar una valoración conservadora de menos de 30 CAD, yendo de la mano de Michael Cooper, quien posee el 42% de la empresa.”*

Desde entonces, esta ha sido la evolución de la cotización:

Resumen de mercados > DREAM Unlimited Corp

**33,80** CAD

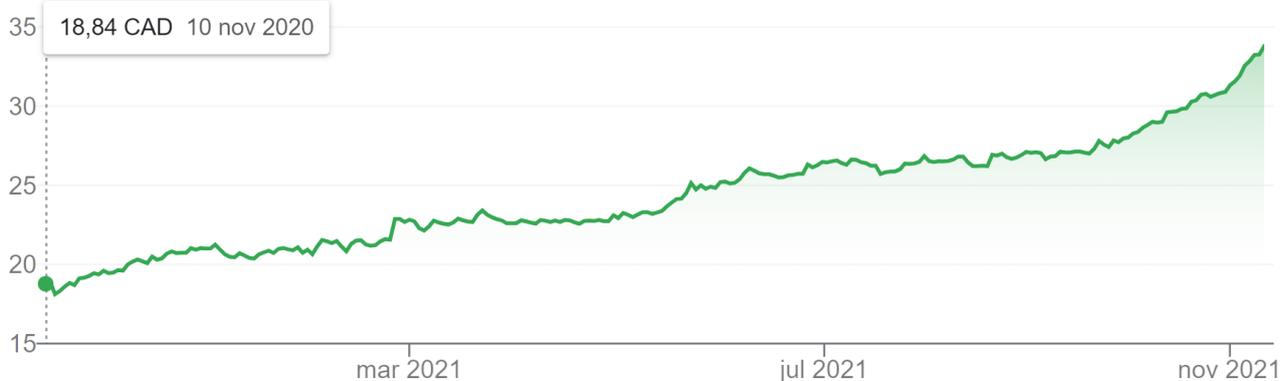
+14,96 (79,41 %) ↑ último año

10 nov 9:46 GMT-5 • Renuncia de responsabilidad

TSE: DRM

+ Seguir

1D | 5D | 1M | 6 M | YTD | 1A | 5A | Máx.



Podría parecer que ha desaparecido el margen de seguridad y que es el momento de vender, pero el negocio no ha dejado de mejorar, y **sigue cotizando por menos de su valor real**, que estimamos en 45 CAD y subiendo.



Los directivos siguen creando valor a un ritmo muy elevado, así que la mejor idea como accionistas es **dejar que sigan haciendo su trabajo**. No suele ser buena idea saltar de un tren en marcha, o en palabras de Peter Lynch, **cortas las flores para regar las malas hierbas**.



En sólo un año ha pasado de ser un negocio cuya valoración se basaba principalmente en activos durmientes, como los terrenos sin desarrollar, a una empresa en la que los activos de **ingresos recurrentes y el negocio de gestión de activos** pesan cada vez más en la valoración. Los activos bajo gestión que proporcionan comisiones han pasado de \$5.000 millones a \$8.000 millones en los últimos 9 meses, y no creo que estén lejos de alcanzar los \$10.000 millones. Además, debido a la estructura relativamente compleja de la empresa y a las comisiones de éxito aún latentes, no se valora la empresa correctamente, especialmente nivel contable.

Quizá por eso **siguen recomprando acciones** propias a un ritmo acelerado.

Por su parte, **Onex Corp** se ha revalorizado un 50% en el último año, pero sigue siendo una empresa fuera del radar de la mayoría de los inversores, a pesar de sus impresionantes resultados en los últimos 37 años. Destaca el talento y alineación de intereses de sus empleados y directivos.

Seguimos comprándola por un valor menor al patrimonio neto, sin pagar nada por el creciente negocio de gestión de activos, que esperan que se duplique en los próximos 5 años. No es difícil esperar una rentabilidad anualizada cercana al 15% anual en esta década.

### **Inmuebles:**

En la última carta anual dedicamos unos párrafos a repasar algunas de nuestras inversiones inmobiliarias. Algunas de ellas ya no están en cartera por iliquidez, como Five Point Holdings o Fronsac REIT, pero sigo creyendo que son buenas empresas para invertir a largo plazo.



Nuestra mayor inversión inmobiliaria sigue siendo **Howard Hughes Corp.**

Es una acción que ejemplifica la diferencia entre volatilidad y riesgo. Podríamos quedarnos tranquilos dejando a nuestros hijos acciones de Howard Hughes para dentro de 20 años (o aún mejor, participaciones de Numantia), con la tranquilidad de que entonces **la empresa seguirá existiendo y valdrá más**. Sin embargo, de un año a otro, la volatilidad de la acción puede ser muy elevada, según la preocupación que esté de moda en cada momento.

Es una empresa que tiene **décadas de desarrollo inmobiliario por delante**. Fue una lástima que tuvieran que ampliar capital en lo peor de la pandemia el año pasado, justo en mitad de su proceso de reestructuración, pero lo compensan ahora con su nuevo **plan de recompra de acciones de \$250 millones**, lo que es muy buena señal.

But we're not stopping there. We've long believed that Howard Hughes trades at a steep **discount relative to its net asset value**. As such we are pleased to announce our recent Board-approved share **buyback program amounting to \$250 million**. We believe there is great value that is yet to be reflected in our stock price and view this buyback initiative as an excellent use of capital that when coupled with our development projects will help deliver meaningful value. All of these recent announcements put a significant amount of capital to work to unlock tremendous value for our dedicated shareholders.

Sinceramente creo que este conjunto de activos de calidad de la empresa, en localizaciones únicas, donde el riesgo es mínimo y controlan la oferta, **merece una valoración del doble de la cotización actual**. Esto son buenas noticias para seguir invirtiendo mientras la empresa recompra acciones y el valor de los terrenos y los inmuebles sigue subiendo año tras año por la inflación y el crecimiento de sus mini-ciudades.

### Illustrative Sum of the Parts Value

HHC Segments	Asset Value	Per Share
I. Operating Assets	\$2,476	\$45
II. Master Planned Communities	4,634	\$84
III. Ward Village	1,382	\$25
IV. The Seaport District	943	\$17
V. Non-Core & Corporate	(1,186)	\$(22)
<b>Sum of the Parts Total</b>	<b>\$8,250</b>	<b>\$150</b>
<b>Market Premium / (Discount) to NAV<sup>(1)</sup></b>		<b>(57)%</b>



La valoración que hizo la empresa de sí misma en su último Investor Day creo que incluye **hipótesis demasiado conservadoras**, estando mi valoración personal más cercana a la que ellos estimaban en un entorno de recuperación de la pandemia y estabilización de sus activos.

Además, recientemente anunciaron la compra de unos nuevos terrenos llamados **Douglas Ranch** donde esperan vender los primeros lotes a constructoras en 2022, y donde tienen 50 años de desarrollo por delante.



Sus tan criticados activos del **Seaport** en Nueva York, prácticamente un nuevo barrio de Manhattan, avanzan con sus pleitos y permisos, y creo que acabarán siendo muy valiosos para el ocio y los eventos de la ciudad:



Otra empresa similar en cartera, **St. Joe Co**, prácticamente ha duplicado su cotización desde la última carta anual.

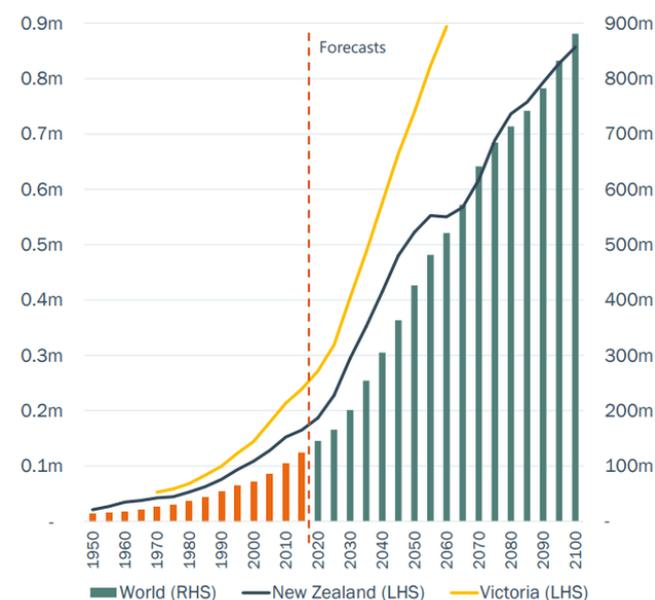


Sin embargo, la empresa también ha duplicado el flujo de caja que genera con respecto al año pasado, y que puede usar para reinvertir o distribuir a los accionistas. El número de viviendas en construcción en sus terrenos es de más de 1.600, un máximo histórico.

Una de las empresas que hemos tenido durante casi toda la vida de Numantia es **Ryman Healthcare**, que construye y gestiona **villas de lujo para la tercera edad** en Nueva Zelanda. Debido a su modelo de negocio, sus activos son difíciles de valorar, pero el precio que pagamos con respecto a sus activos se ha reducido en los últimos años.

Los extranjeros no tienen permitido invertir en viviendas en Nueva Zelanda, pero a través de Ryman Healthcare **podemos estar expuestos al sector inmobiliario** del país, además de aprovechar el **crecimiento de la población mayor de 80 años**, que requerirá cada vez más y mejores cuidados.

La rentabilidad esperada es sensible a muchas variables pero esperamos que a largo plazo esté entre el 9% y el 14% anual.



Source: United Nations World Population Prospects 2019, Australian Bureau of Statistics (Series A). Victoria data projections end 2060.

El resto de nuestras inversiones inmobiliarias tienen relación, en mayor o menor medida, con el **área metropolitana de Washington D.C.**, especialmente la zona conocida como “National Landing”, donde **Amazon planea construir su segunda sede**, atrayendo 40.000 trabajadores de altos salarios durante los próximos años, que necesitarán vivienda y servicios. Si extrapolamos lo que ocurrió con su primera sede en Seattle de 2010 a 2018, podemos esperar una elevada demanda de vivienda de alquiler y comercios.

Una de nuestras empresas, **JBG Smith**, tiene la mitad de sus activos en National Landing y otro 25% en un radio de 20 minutos para un futuro trabajador de Amazon. **La mitad de sus activos ya está generando ingresos y la otra mitad en desarrollo.** Capitalizando los ingresos de los activos ya operativos a un 5% obtenemos la capitalización actual de la empresa, por lo que **el mercado no asigna ningún valor a todo el desarrollo futuro.**

La cotización de la acción no ha hecho nada desde su salida a bolsa en 2017, sin embargo se han posicionado para aprovechar el crecimiento futuro de esa zona, y para que aumente el porcentaje de sus activos dedicados a **vivienda residencial**, frente a la situación actual, que en su mayoría son comercios a los que se asigna un valor inferior. Los inversores se fijan en los ingresos planos o decrecientes desde 2017, pero no en el reciclaje y reposicionamiento



que han hecho para el desarrollo futuro de inmuebles residenciales en las zonas adecuadas. Esta década será muy interesante para ellos.

Durante los pocos momentos en los que la cotización disfrutó de algo de optimismo con las noticias de la sede de Amazon, la empresa aprovechó para **ampliar capital a \$42 por acción**, y durante la pandemia **recomprar acciones a \$28 por acción**, por lo que los directivos son oportunistas y valientes, pensando siempre en la asignación de capital **para aumentar el valor por acción**, como a nosotros nos gusta. Cotiza a \$30 por acción.

**Una tesis sencilla en una empresa barata pero que requiere paciencia.** El valor que pueden crear con los desarrollos inmobiliarios futuros es superior a la capitalización actual, que ya se justifica con los activos operativos actuales.

## 2 DEMAND CATALYSTS IN NATIONAL LANDING: AMAZON HQ2 AND VIRGINIA TECH

AMAZON HIRING INCENTIVES  
**38K JOBS**

EXPECTED INCREASE IN DAYTIME POPULATION  
**70%**

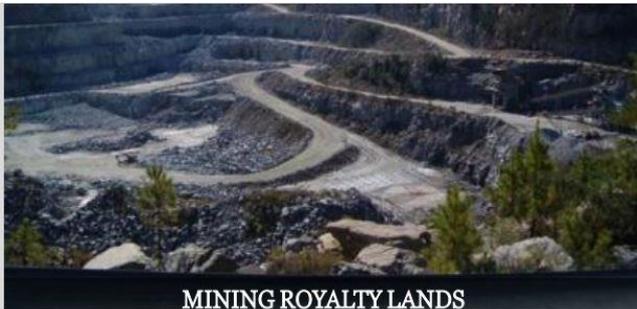
EXPECTED TOTAL PUBLIC AND PRIVATE INVESTMENT  
**\$12B**

JBGS DEVELOPMENT PIPELINE  
**7.3M SF**



A pocos minutos en coche nos encontramos varios activos de otra de nuestras empresas inmobiliarias: FRP Holdings.

**FRP Holdings** posee 6.000 hectáreas de terrenos con canteras que alquilan a empresas como Vulcan Materials o Cemex a cambio de un royalty. Además, los terrenos tienen un **royalty mínimo**, al margen de la cantidad de toneladas que se extraigan. También posee **naves industriales e inmuebles** ya estabilizados en Washington D.C. Aún les queda mucho por



MINING ROYALTY LANDS



STABILIZED JOINT VENTURES



ASSET MANAGEMENT



DEVELOPMENT



desarrollar, y algunos activos pueden ser interesantes para los próximos años. Por ejemplo su **parcela en Buzzard's Point**, también en Washington D.C.; alquilada a Vulcan Materiales, quienes tienen una planta de hormigón, está prevista su reurbanización para 2026.

Ya resumimos en la última carta nuestra inversión en **LGI Homes**, la constructora de viviendas. En los últimos 10 años se ha acumulado una importante **escasez de oferta inmobiliaria en los Estados Unidos** y la generación Millennial está en edad de comprar su primera vivienda. Siempre existen riesgos, como una subida de los intereses de las hipotecas, o los problemas de suministro de materiales, pero con su modelo de negocio están más protegidos.

Y como la última inversión inmobiliaria, la incorporación más reciente: **Alexandria Real Estate**, que cuenta con inmuebles de calidad especializados para el sector de la investigación y la salud, consiguiendo alquileres de larga duración con empresas como Pfizer, Moderna, Roche o Novartis. Flujos de caja estables y protegidos contra la inflación, con una importante cantidad de activos aún por desarrollar.



### Mundo digital:

Una de las decisiones más difíciles del año pasado, que necesitó meses de reflexión, fue la **venta de nuestras empresas de royalties de oro** para comprar acciones de **Microstrategy**, que nos sirve como **exposición indirecta a Bitcoin**. Al margen de la evolución de los precios, que ha sido muy positiva, creo que ha sido la decisión más acertada para el largo plazo, pues Bitcoin no sólo es oro digital, sino que sus cualidades son muy superiores a las del brillante metal, algo difícil de reconocer para un defensor del oro como yo.

Sin embargo, **no estamos interesados en las criptomonedas** ni en la “tecnología Blockchain”, son mundos tan distintos como lo es el oro de la arena, y conviene explicarlo.

**Lo importante de Bitcoin no es su infraestructura tecnológica**, que es un compendio de herramientas que ya existían y se conocían: La cadena de bloques (invento de 1991), las firmas digitales, la prueba de trabajo, las funciones hash, los árboles de Merkle, la criptografía de clave pública, etc. Todo era conocido y muchas de esas herramientas cambiarán en el futuro.

**Ni siquiera es necesario Internet para que Bitcoin funcione**, pues admite cualquier sistema de comunicación, y se envían transacciones de Bitcoin por satélite e incluso por radio.



Además de que para atesorarlo durante años basta un papel, una placa de metal, o nuestra propia memoria. Si pensamos en Bitcoin como ingenieros, como un problema de optimización tecnológica, caeremos en el error de pensar que Bitcoin puede copiarse, que quedará obsoleto, o que es similar a los miles de experimentos existentes llamados “criptomonedas”.

Lo importante fue combinar esas herramientas para conseguir algo muy valioso para los seres humanos desde el inicio de los tiempos: **un medio de transferencia de riqueza**. Y no uno cualquiera, uno que perfecciona las cualidades de los mejores medios de transferencia de riqueza del pasado, como son: **seguridad, minimización de confianza, bajos costes de preservación y verificación, y escasez absoluta**.

Si lo pensamos con perspectiva histórica<sup>9</sup>, algunos de los eventos más importantes de nuestra vida suelen conllevar algún tipo de transferencia de riqueza: el matrimonio, tributos a dioses o Estados, herencias, compensaciones, pactos, reconciliaciones, etc. Y si ahorramos, lo hacemos pensando en nuestra vida y en nuestra familia: conseguir una vivienda, una jubilación tranquila, educación para nuestros hijos, etc. Para ellos necesitamos **una buena reserva de valor**, haya mercados o no, haya guerra o haya paz, haya seguridad jurídica o no.

<sup>9</sup> [Bitcoin 2021: The History Of Money | Nick Szabo - YouTube](#)



Hace miles de años no existían mercados como hoy en día, ni por supuesto existía el dinero fiduciario, que es un experimento muy reciente. Lo más parecido al dinero eran las **joyas familiares**, objetos diseñados para **transferir riqueza de generación en generación**, que debían tener ciertas características para evitar problemas de seguridad y confianza: debían ser **infalsificablemente costosos** de fabricar, **fáciles de verificar**, **duraderos y compactos**, para facilitar su transporte y su custodia.



Desde los collares de marfil de mamut de hace miles de años<sup>10</sup>, en los que cada cuenta llevaba horas de fabricación, hasta las joyas de oro actuales, pasando por las espadas familiares japonesas<sup>11</sup>, todo son formas de conseguir transferencia de riqueza intergeneracional, y

Bitcoin refina las propiedades de todas ellas.

Tampoco es adecuado compararlo con una empresa, haciendo paralelismos con MySpace o Facebook, pues la mejor forma de hacer comparaciones es con **instituciones sociales y protocolos** como el lenguaje, el sistema decimal<sup>12</sup>, o el protocolo TCP/IP.

Desde nuestro punto de vista moderno quizá sea difícil de entender, y más desde un país desarrollado con cierto nivel de seguridad jurídica y una divisa relativamente estable, y por eso la única utilidad que podemos verle es la especulación. En los últimos meses tuve el privilegio de escribir 2 artículos para Forbes donde lo intento explicar:

- [Bitcoin: especulación para algunos, esperanza para muchos - Forbes España](#)
- [Bitcoin y la inversión a largo plazo - Forbes España](#)

Tenemos Bitcoin en cartera por la misma razón que existe Numantia, para transferir riqueza en el tiempo, y como **un seguro ante la espiral de deuda e inflación** de las economías modernas. Con el tiempo, el mercado se irá dando cuenta de que da igual lo que diga la persona más influyente y rica del mundo, da igual que se prohíba la minería o incluso su uso, da igual que confabulen gobiernos, desarrolladores o mineros, que Bitcoin día tras día funcionará, resistirá, y resurgirá más fuerte.

Y hablando de seguridad jurídica, qué mejor momento para hablar de nuestras inversiones asiáticas: **Prosus (Tencent)**, **Softbank Group (Alibaba)** y **JD.com**, todas muy castigadas por las idas y venidas de los políticos chinos.

---

<sup>10</sup> [Shelling Out: The Origins of Money | Satoshi Nakamoto Institute](#)

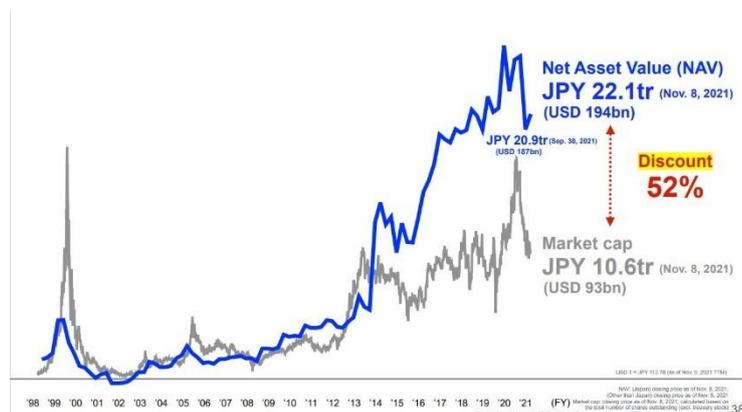
<sup>11</sup> [De €500k a €4k en pocos días. Lo que aprendí estudiando nihontos. - by Muloko - Ideas soberanas by Muloko \(substack.com\)](#)

<sup>12</sup> [¿Qué diablos es Bitcoin? \(inbestia.com\)](#)



Viendo la magnitud del PIB de China quizá pensemos que su nivel de desarrollo es similar al occidental, pero **desde un punto de vista institucional, de acumulación de riqueza, hábitos y costumbre sociales y jurídicas**, aún quedan generaciones para que se equiparen al mundo occidental, aunque a nivel de intervenciones gubernamentales arbitrarias Europa y Estados Unidos tampoco se quedan cortos. El caso es que no ha habido generaciones de abundancia generalizada, ni sucesivos ciclos de auge y recesión que combatir. La población carece en muchos casos de **valores para el autocontrol**, lo que lleva a excesos en el endeudamiento, el juego o el consumo, que el gobierno trata de corregir a machetazos, al igual que los elevados precios de la educación y la vivienda.

A pesar de todo, **soy optimista con el futuro del continente**, y creo que tenemos una



exposición adecuada a las mejores empresas y a un precio excelente, tanto que los directivos aprovechan para recomprar acciones, siendo el ejemplo más claro y valiente el de **Softbank Group**, de la que podéis leer una tesis mía aquí:

[Tesis de Emérito Quintana sobre Softbank Group \(9984\) - Rankia](#)

Esa diferencia cultural tiene mucha inercia, y me recuerda a la evolución histórica del derecho de propiedad en Estados Unidos y cómo el funcionamiento del sector de los derechos mineros en el país es difícil que surja en otro lugar de hoy para mañana. Estados Unidos es una anomalía legal, pues es el único país que **reconoce a los individuos el derecho de propiedad de los intereses mineros del subsuelo**. Ese es el motivo que ha promovido la innovación tecnológica del sector en el país, gracias al importante know-how acumulado a nivel geológico. Un éxito muy difícil de replicar.

Estos activos perpetuos nos dan derecho sin coste adicional a un porcentaje de la producción de la zona. Los derechos mineros son menos sensibles a los precios de las materias primas que otras inversiones, **no requieren capital, protegen de la inflación, se benefician de los avances tecnológicos**, y en el caso del gas natural, se aprovechan de un sector que se espera que crezca durante décadas. En esto se basa nuestra inversión en **Black Stone Minerals**.

En relación con el gas natural, también hemos invertido en **Tellurian**, que está construyendo una infraestructura clave para su licuado y exportación, pero que todavía necesita mucho tiempo y financiación. Si hay que tener paciencia y soportar volatilidad, nos apuntamos.



Históricamente ha sido muy difícil invertir en este activo porque estaba en manos de familias que nunca han querido venderlos, **sólo se heredaban**. Tanto es así que una vez Warren Buffett bromeó con que: "Si vives en Texas y tu abuelo está a punto de morir, él llama a los nietos para que lo rodeen, y en sus últimas palabras, siempre dice: ¡No vendáis los derechos mineros!"

Hoy en día, **Black Stone Minerals** tiene la oportunidad de seguir consolidando un sector de \$500.000 millones de los que sólo el 2% de los derechos cotizan en los mercados.



Siguiendo con el mundo digital, en el caso de **Facebook** creo que lo mejor para entender la tesis es ver el repaso que hice junto a Javier Acción hace 7 meses en el canal de Alfa Positivo:

[FACEBOOK en Profundidad - con Javier Acción y Emérito Quintana - YouTube](#)



Sólo me gustaría añadir, en relación con el interés generado por el concepto del "Metaverso", que es algo que **no se refleja en la valoración actual** pero que puede ser revolucionario. Funcione o no, lo que me gusta es que **Zuckerberg está obsesionado con defenderse de la competencia y con no perderse la próxima gran plataforma** a donde se dirija la atención de la gente. Ese entusiasmo

y esa ambición me hace pensar que aún estamos en la infancia en cuanto a lo que Facebook (ahora Meta Platforms Inc) puede llegar a ser.

En cuanto a **Tesla**, que ha multiplicado su cotización en más de 20 veces desde que empezamos a invertir en 2018, sólo comentar que **la convicción sigue siendo muy elevada**, que la tesis sigue requiriendo estudio a diario, y que quiero que estemos expuestos a ella durante muchos años más, pues el crecimiento e impacto que espero tanto por el lado del hardware como del software aún no está reflejado en su cotización.

Aunque ha quedado un poco obsoleto por el **AI Day**<sup>13</sup>, que recomiendo encarecidamente ver, os comparto una charla que tuve sobre el tema con mi hermano Guillermo Quintana, que es Ingeniero informático con Máster en Inteligencia Artificial:

[Inteligencia Artificial y Tesla - Conversación con Guillermo Quintana - YouTube](#)

<sup>13</sup> [Tesla AI Day - YouTube](#)

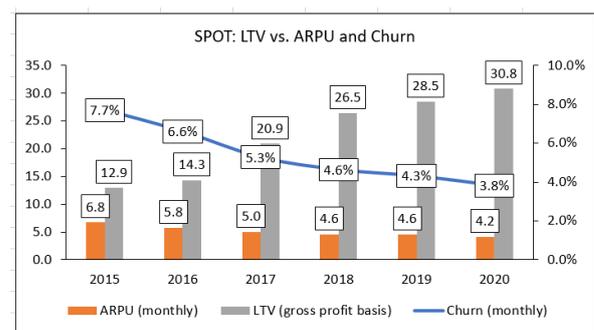


Además, me gustaría compartir dos vídeos del experto en el sector del automóvil **Sandy Munro** que creo que ejemplifican las diferencias culturales con el resto de los fabricantes, siendo **la visión y el ritmo de innovación** la clave de su ventaja competitiva:

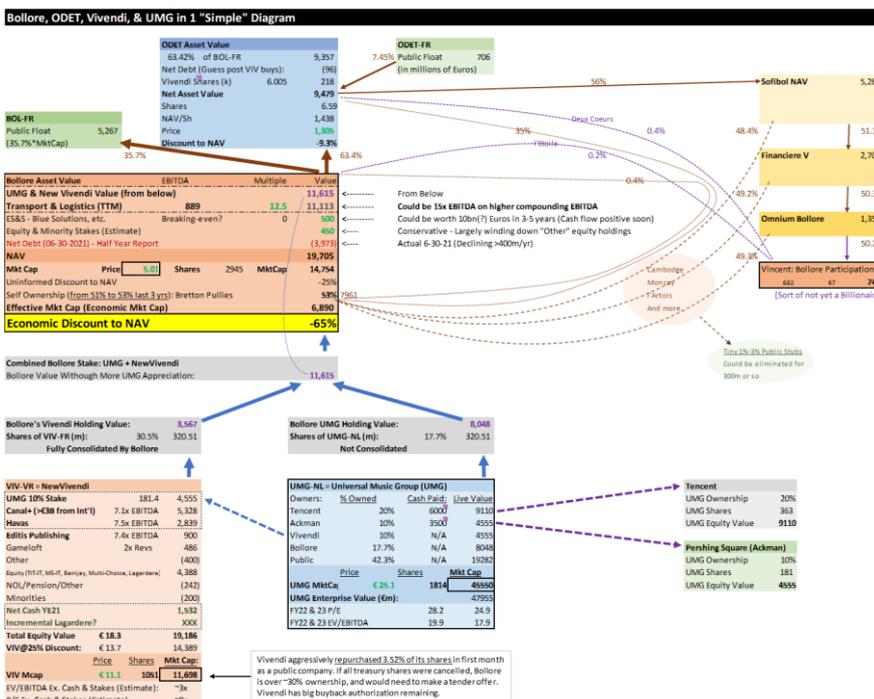
[The Past, Present, and Future of EV's - YouTube](#)

[Sandy's Business Series: Tesla's Deal with Hertz - YouTube](#)

Y por último me gustaría hacer un comentario sobre nuestra inversión en el sector de la música, en primer lugar a través de **Spotify**. En las empresas cuyo análisis y valoración hay que enfocarlo desde el punto de vista del usuario, la fidelidad del cliente es clave. **Un usuario recurrente y leal es muchísimo más valioso** que uno que no se mantiene fiel al servicio. Eso es cierto incluso cuando las ventas medias por usuario bajan, por lo que el ejemplo de Spotify es claro. No todos los trimestres dan detalles de ese famoso “churn”, pero podemos comprobar cómo en los últimos años se ha ido reduciendo, siendo actualmente menor del 4%, lo que da una idea de la mejora en la **fidelidad de los usuarios**, algo muy importante en la valoración de una empresa con el potencial de pasar de los 380 millones de usuarios actuales a **1.000 millones** en el futuro.



$$LTV = [(1/\text{churn}) \times (\text{ARPU} \times \text{premium gross margin})]$$



Y en el mismo sector, en una relación de simbiosis, tenemos a los sellos discográficos como **Universal Music Group**, a la que estamos expuestos con nuestra inversión en **Bolloré**. Ya en la carta de agosto de 2018 mencionamos lo compleja que es la estructura, y en la reunión explicamos que era muy probable que ODET se convirtiese en la empresa matriz y que se fuese simplificando la estructura para aflorar el valor. 3 años después, parece claro que esa es la dirección, y gracias al trabajo de “Modern Major Generalist” (@DapperDanMan0) podemos visualizar “fácilmente”

las implicaciones de nuestra inversión, que supone comprar con un importante descuento un



conjunto de activos que no sólo incluyen los excelentes y duraderos derechos musicales de UMG sino valiosas infraestructuras en África, Canal+, y hasta una empresa de tecnología de baterías.

Y con esto, hemos comentado en la carta el 85% de las inversiones del fondo, sin tener en cuenta la liquidez.

**Cartera actual a 09/11/2021:**



# Numantia

## Patrimonio Global

Descripción	Peso %
Brookfield Asset Management In	8.0
Howard Hughes Corp/The	6.0
MicroStrategy Inc	5.7
Tesla Inc	5.5
Facebook Inc	5.0
SoftBank Group Corp	4.5
Amazon.com Inc	4.4
Spotify Technology SA	3.5
JD.com Inc	3.5
Bolloré SA	3.5
Markel Corp	3.3
Cardlytics Inc	3.0
Prosus NV	2.5
Nintendo Co Ltd	2.5
DREAM Unlimited Corp	2.4
S&P Global Inc	2.1

Descripción	Peso %
Tellurian Inc	2.0
Alleghany Corp	2.0
JBG SMITH Properties	2.0
Ryman Healthcare Ltd	2.0
Fairfax Financial Holdings Ltd	1.9
Arch Capital Group Ltd	1.6
Black Stone Minerals LP	1.6
St Joe Co/The	1.6
LGI Homes Inc	1.5
SS&C Technologies Holdings Inc	1.3
FRP Holdings Inc	1.3
Alexandria Real Estate Equitie	1.3
Onex Corp	1.1
Cigna Corp	1.0
Watsco Inc	1.0
Liquidez	11.0

Por el lado de las ventas, aunque no podamos comentar cada decisión en detalle, me gustaría destacar la venta en abril de 2021 de **XPO Logistics**, 7 años después de nuestra primera compra en la sociedad familiar en 2014.



7 años en los que, de la mano de Bradley Jacobs, la cotización se multiplicó x5. Para conseguirlo, fue muy importante la convicción en los peores momentos, como en el pánico de 2018 por un informe bajista, que estaba repleto de errores.



Sigue siendo muy buena empresa, pero eso momento de buscar nuevas oportunidades con la misma ilusión.

## Comentario final:

Como vemos, al margen de las posiciones más comentadas y polémicas como Tesla o Bitcoin, el fondo se compone de **activos de calidad duraderos con un claro sesgo a la protección contra la inflación** que esperamos que nos ayuden a conseguir nuestro objetivo: preservar y hacer crecer nuestro patrimonio en términos reales a largo plazo.

A pesar de la rentabilidad acumulada mayor al 100%, y aunque es difícil en este mercado, tenemos **una cartera diversificada con empresas a valoraciones razonables o baratas** que crean valor año tras año, nos ofrecen protección del capital y unas rentabilidades esperadas atractivas. Seguimos aprendiendo y vigilando los negocios, los directivos y las valoraciones día a día, al tiempo que buscamos nuevas oportunidades.

**MUCHAS GRACIAS POR VUESTRA CONFIANZA.**



## Eventos destacados del periodo:

- [Entrevista para Quality&Alpha con Emilio Gómez - YouTube](#)
- [Recopilación de hilos de Twitter](#)
- [🌀 La INFLACIÓN ya está aquí ▲ Charla con Carlos Santiso, Emérito Quintana y Javier Caballero - YouTube](#)
- [#68. Inversión en CRECIMIENTO con CALIDAD con Luis Miguel Ortiz y Emérito Quintana - YouTube](#)
- [TRENDING MANAGERS, DEBATE BITCOIN 📱 Emérito Quintana, Flavio Muñoz, Alfonso Benito en Iberian Value - YouTube](#)
- [Charlando con Emerito Quintana - YouTube](#)
- [Emérito Quintana: ¿Cómo se crea la mente de un inversor? Los fondos de inversión y Bitcoin. - YouTube](#)
- [Entrevista exclusiva Emérito Quintana - YouTube](#)

**GRACIAS,**

**Emérito Quintana.**



**Numantia**  
Patrimonio Global



### **Contacto:**

[info@numantiapatrimonio.com](mailto:info@numantiapatrimonio.com)

[@foso\\_defensivo](#)