

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

OCTUBRE 2023

OCTUBRE 2023

Estimado co-inversor,

Este trimestre, el equipo gestor que formamos Alejandro, Miguel y yo está de celebración, ya que cumplimos once años trabajando en el complicado y apasionante mundo de la inversión. Un periodo en el que nos hemos mantenido fieles a los mismos principios de inversión y en el que siempre hemos gestionado dos estrategias: renta variable internacional y renta variable ibérica. En estos once años hemos conseguido cosechar unas rentabilidades acumuladas del 236% y del 185%: un 11,3% anualizado en la estrategia internacional y un 10,0% en la estrategia ibérica, superando en ambos casos a sus índices de referencia.¹ Unas rentabilidades que calificamos de muy satisfactorias y que, sin duda, trabajaremos para que mantengan esta positiva tónica los próximos años. Desde luego, los elevados potenciales actuales de nuestros fondos de inversión nos hacen pensar que podemos lograrlo.

Si ponemos más el foco en el corto plazo, en este 2023 nuestros fondos arrojan subidas del 8,7% en el caso de Horos Value Internacional (frente al 10,9% de su índice comparable) y del 9,0% para Horos Value Iberia (frente al 16,2% de su índice de referencia). Sin embargo, estas rentabilidades no reflejan una serie de anomalías muy importantes que se están produciendo y que nos hacen ser cautos con el mercado y, paradójicamente, optimistas con nuestras carteras para el futuro. A explicar esto y los principales movimientos de nuestros fondos, dedicaré la presente carta trimestral.

Como siempre, muchas gracias por su confianza.

Reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones

¹ El dato incluye los resultados obtenidos por el equipo gestor en su anterior etapa profesional en otra gestora de fondos de inversión (desde el 31 mayo de 2012 para la estrategia internacional y el 30 de septiembre para la estrategia ibérica, hasta el 22 de mayo de 2018 en ambos casos, momento en el que se incorporan a Horos AM).
Rentabilidades pasadas, no son garantía de rentabilidades futuras.

Resumen ejecutivo

Antes de descifrar cómo ganarás el juego, averigua a qué juego vas a jugar.

— Michael Mauboussin

El ser humano está diseñado para detectar patrones. Se trata de un atributo esencial para nuestra supervivencia. Sin embargo, a la hora de invertir, puede convertirse en nuestro peor enemigo. Por un lado, nos puede llevar a la trampa de confundir casualidad con causalidad. Por otro lado, cuando existe un patrón claro de mercado, este puede desencadenar un comportamiento de rebaño inversor que lo retroalimente hasta que se convierta en insostenible. ¿Estamos viviendo ahora una situación similar en las bolsas? Desde luego, el comportamiento del sector tecnológico, sus valoraciones frente a otras compañías, así como el sentimiento inversor, invitan a pensar que puede ser así. La misma dinámica, pero con sentido inverso, puede estar produciéndose en otros sectores o geografías. En Horos tenemos claro que vamos a proseguir con nuestra filosofía de intentar pescar en aquellos ríos con muchos peces y pocos pescadores, por lo que invertiremos, habitualmente, en aquellos mercados que disfruten de un menor interés por parte de la comunidad inversora. Sin duda, nuestra actual exposición a la renta variable española y asiática es un claro reflejo de ello. De todo esto hablaremos en esta carta trimestral.

Adicionalmente, como es habitual, comentaremos los movimientos más significativos que se han producido en nuestros fondos. Entre otros, podemos destacar que en Horos Value Internacional hemos vendido nuestra posición en la compañía de plataformas petrolíferas **Shelf Drilling**, en el holding tecnológico **Alphabet**, en las acciones B de la empresa de carbón metalúrgico **Ramaco Resources** y, ya en octubre, hemos desinvertido también en la compañía de concesionarios de automóviles **Pendragon**, aprovechando la batalla reciente entre varios jugadores para adquirir esta entidad. A su vez, hemos invertido en la gestora de activos canadiense **Onex**, en el bróker naviero **Clarkson**, en la productora de papel sueca **Nordic Paper**, en la compañía de servicios inmobiliarios **Excellence Commercial Property** y reinvertido, unos pocos meses después de nuestra salida, en la compañía productora de gas y petróleo **Spartan Delta**. Por su parte, en Horos Value Iberia hemos desinvertido la totalidad de nuestra posición en **Corporación Financiera Alba**.

El jugador que llevamos dentro

Los mejores jugadores de ajedrez detectan patrones y pueden ver, inmediatamente, las oportunidades.

— Garry Kasparov

Nuestro cerebro es una máquina perfectamente engrasada a la hora de reconocer y procesar patrones. De hecho, algunos investigadores califican esta capacidad como la base de todo aquello que distingue al cerebro humano del de otras especies, como la inteligencia, la imaginación o el lenguaje.² Este atributo resultó esencial para nuestra supervivencia y evolución como individuos y especie, jugando un papel fundamental en la propia selección natural del ser humano.³ Démonos cuenta de que nuestros antepasados tenían más posibilidades de sobrevivir si reaccionaban escondiéndose ante el sonido de una rama rompiéndose, independientemente de si la causa provenía de un depredador al pisarla o del viento agitando la copa de un árbol. Convendrá el lector que, en este tipo de lides, pasa a segundo plano el clásico enfrentamiento entre correlación y causalidad. Sin embargo, como se ha demostrado en otros ámbitos (como en el de la salud), **nuestro cerebro sigue cableado para funcionar en un entorno mucho más hostil, donde la incertidumbre te podía matar**, que el de una sociedad moderna.⁴ Esto lo lleva a utilizar su manual de supervivencia en situaciones inciertas en las que no lo necesita o, lo que es peor, donde hace más mal que bien. El problema radica en que nuestro cerebro no está tan bien diseñado para detectar si un patrón es o no correcto (evolutivamente, como hemos visto, esto tiene su razón de ser), lo que nos puede inducir a tomar decisiones en base a falsas creencias:

*Nuestros cerebros son un **motor de creencias**: máquinas evolucionadas de reconocimiento de patrones que conectan los puntos y encuentran significado en los patrones que creemos ver en la naturaleza. Desafortunadamente (...) no contamos con un detector de errores que module esta máquina de reconocimiento de patrones.*⁵

Un ejemplo claro de esto lo encontramos en algunas civilizaciones antiguas, en las que se realizaban rituales o incluso sacrificios cuando se producían eclipses solares, para intentar recuperar el sol o para aplacar a los dioses que estaban infligiendo

² Mattson MP. *Superior pattern processing is the essence of the evolved human brain*. Front Neurosci. 2014 Aug 22;8:265. doi: 10.3389/fnins.2014.00265. PMID: 25202234; PMCID: PMC4141622.

³ Barkman, R. C. (19 de mayo de 2021). Why the Human Brain Is So Good at Detecting Patterns. *Psychology Today*.

⁴ Vázquez, M. (17 de noviembre de 2018). Diseña tu Entorno para Mejorar tus Hábitos Sin Depender de tu Disciplina. *Fitness Revolucionario*.

⁵ Shermer, M. (1 de diciembre de 2008). Patternicity: Finding Meaningful Patterns in Meaningless Noise. *Scientific American*. Negrita añadida para dar mayor énfasis.

tamaño castigo.⁶ Empero, no hace falta irnos tan lejos en el tiempo. Un caso mucho más cercano para todos lo encontramos en los juegos de azar, donde muchos jugadores caen en lo que se conoce como la **falacia del jugador** o de Montecarlo, al actuar según la falsa creencia de que los resultados pasados afectan a los futuros.⁷

-Apuéstalo al zéro ahora mismo.

-Abuela, el zéro acaba de salir -dije yo-, ahora tardará un buen tiempo en volver a salir. Va a perder mucho, espérese un poco.⁸

Esto no quiere decir que nuestra habilidad para detectar patrones y aprovecharnos de ellos no pueda resultar una ventaja en determinados entornos. Así, en otro tipo de disciplinas, como puede ser el ajedrez, esta capacidad neuronal sí puede resultar definitiva, como demuestra la historia de las hermanas Polgár, cuyo padre las entrenó desde muy niñas para ser las mejores jugadoras del mundo.⁹ Como anécdota, Judit Polgár se convertiría, en su momento, en la persona más joven en alcanzar el título de Gran Maestro Internacional, batiendo el récord que ostentaba el prodigioso Bobby Fisher, así como la primera mujer en batir a Garry Kasparov (el "Ogro de Bakú"), el que sin duda ha sido, con permiso de Magnus Carlsen, el mejor jugador de la historia del deporte de 64 casillas.

Sin embargo, el ajedrez es una de las pocas excepciones a la regla. Más habitualmente, nos enfrentaremos a campos de batalla mucho más aleatorios y con reglas e información cambiantes e incompletas, donde la búsqueda (muchas veces inconsciente) de patrones nos puede llevar por el camino de la perdición. Pero ¿por qué estamos dando tanta relevancia a la formación de patrones por parte de nuestro cerebro? Porque, desde que existe la oportunidad de obtener una ganancia rápida, el ser humano ha intentado siempre encontrar atajos que le permitan enriquecerse y esto ha sido especialmente cierto (y peligroso) en el que muchos consideran el mayor casino que existe: la bolsa.

(La bolsa) es el mayor casino del mundo.¹⁰

⁶ Bromwich, J. E. (21 de agosto de 2017). 'Traerá a los demonios de las tinieblas' y otros mitos sobre los eclipses solares. *The New York Times*.

⁷ Picado, B. (18 de diciembre de 2022). Apofenia: Ver conexiones ocultas en hechos sin relación entre sí. *Belén Picado Psicología*.

⁸ Dostoyevski, F. (2021). *El Jugador*. ALMA Clásicos Ilustrados.

⁹ Epstein, D. (2019). *Range. Why Generalists Triumph in a Specialized World*. Riverhead Books.

¹⁰ Thorp, E. O. (2017). *A Man for All Markets: From Las Vegas to Wall Street, How I Beat the Dealer and the Market*. Random House.

La bolsa no es eso

Mi hipótesis: la bolsa también forma un modelo. Lo tengo delante, escondido entre los números. Siempre lo ha estado.

— Max Cohen (“Pi, fe en el caos”)

Me van a permitir el atrevimiento de hacerles partícipes de una conversación que mantuve con un fisioterapeuta este verano, porque creo que ilustra muy bien lo que intento transmitir en la presente carta. Normalmente, cuando un extraño se entera de mi profesión, me hace ver, rápidamente, su interés por el mundo de la inversión (de tenerlo, claro está). En muchas ocasiones, incluso comparte conmigo su cartera para escuchar mis impresiones. Esta visita al fisioterapeuta no resultó ser la excepción a la norma y no tardó en relatarme algunas de sus rentables (siempre lo son) incursiones en los mercados financieros. Como no podía ser de otra manera, los “sospechosos habituales” (véanse **Tesla**, **Nvidia** o **Apple**) hicieron rápidamente acto de presencia, ante lo que reaccioné intentando explicarle cómo entendía yo que era mejor aproximarse a las inversiones. Para ello, le pregunté si él era el dueño de la clínica de fisioterapia en la que estábamos, a lo que me respondió afirmativamente. Entonces, utilicé la pregunta más sencilla que se le puede hacer al propietario de un negocio para que comprenda cómo debería invertir en acciones: “Si quisiera comprarte ahora mismo tu clínica, ¿en base a qué fijarías el precio de venta?”. Su respuesta fue rápida y certera: “Pues dependerá de los beneficios que consiga cada año”. Ante este comentario no pude más que sonreír, satisfecho de lo fácil que había resultado el ejercicio de razonamiento y le dije que así es exactamente cómo debería invertir, pensando cuánto está pagando por los beneficios de las compañías cotizadas. Lo que devino, a continuación, me dejó en la lona. El fisioterapeuta me señaló, absolutamente convencido de sus palabras, que no, que la bolsa no era eso. Tras eso, procedió a narrarme cómo invertía en las acciones de **Tesla** según un sistema que le funcionaba muy bien: comprar cada vez que su cotización cayese un 10%. Ante esto, decidí que lo mejor era cambiar de tema. No obstante, la frase “**la bolsa no es eso**” se quedó grabada a fuego en mi mente.

En efecto, la creencia popular sigue siendo que los mercados financieros son una suerte de casino en el que se puede ganar mucho dinero y muy rápido (normalmente, se suele obviar la otra cara de la moneda), siempre que se consiga ver *algo* que el resto de los inversores estén pasando por alto. Ese algo, por supuesto, puede ser un patrón tan sencillo (y absurdo) como el que acabamos de ver, encontrar figuras técnicas en un algún tipo de gráfico (chartismo) o apoyarse en alguna herramienta mucho más elaborada y de carácter más cuantitativo, como

el modelo oculto que trataba de descifrar el perturbado protagonista de esa extraña película de finales de los 90 llamada Pi.¹¹

No pensemos que sólo los inversores más inexpertos utilizan este tipo de estrategias para intentar conseguir buenas rentabilidades. También hay gestores legendarios que han explotado históricamente los patrones como complemento a la hora de tomar una decisión de inversión, siendo especialmente paradigmático el caso de George Soros y su teoría de la reflexividad.¹² De hecho, sirva de ejemplo la inversión *momentum*, que no deja de ser un intento de conseguir rentabilidades en base al comportamiento más reciente de un activo o mercado. No hay nada malo en ello, siempre que uno sea consciente de sus riesgos y limitaciones o, dicho de otra manera, nadie debería tomar decisiones de inversión exclusivamente según el dictamen de estas herramientas (aprovecho para recalcar que en Horos no utilizamos ningún tipo de estrategia con ánimo predictivo para decidir dónde o cómo invertimos).

Efectivamente, debería servirnos de alerta que incluso los inversores más brillantes, aun detectando que el patrón del mercado es totalmente insostenible e irracional, pueden terminar dejando de lado su trabajo de análisis fundamental y sucumbir ante su peor enemigo: ellos mismos. El mismísimo Stanley Druckenmiller (uno de los más grandes de la historia y, precisamente, discípulo de George Soros) ha contado, en más de una ocasión, cómo terminó perdiendo tres mil millones de dólares en la burbuja de las puntocom de finales del siglo XX:

Alrededor de marzo sentía que ya llegaba. Yo solo... tenía que jugar. No podía evitarlo. Tres veces, esa semana, descolgué el teléfono. No lo hagas. No lo hagas. Finalmente lo hice. Creo que no compré en el máximo por una hora. Invertí seis mil millones de dólares en compañías tecnológicas y en seis semanas perdí, para mí y para Soros, tres mil millones de dólares en esa única inversión. ¿Me preguntas qué aprendí? No aprendí nada. Ya sabía que no debía hacer eso. Sencillamente era un caso emocionalmente perdido y no pude hacer nada para evitarlo. Así que quizás aprendí a no hacerlo de nuevo, pero eso ya lo sabía.¹³

En resumen, según lo comentado hasta ahora, sabemos que nuestro cerebro está diseñado evolutivamente para detectar patrones y que esto puede ser un problema a la hora de invertir en los mercados financieros. Sin embargo, también hemos visto que algunos inversores han conseguido obtener enormes rentabilidades, así

¹¹ Aronofsky, D. (1999). *Pi, fe en el caos*. Planttain Films, Harvest Filmworks, Truth and Soul Pictures, Protozoa Pictures.

¹² Soros, G. (1987). *The Alchemy of Finance*. Simon and Schuster.

¹³ Conferencia de Stanley Druckenmiller en el Lost Tree Club en 2015.

como abultadas pérdidas, apoyándose en ellos. Pero ¿por qué todo ello resulta de especial interés en estos momentos? Porque, como ya adelantamos en la pasada carta trimestral (ver [aquí](#)), todo hace indicar que podríamos estar entrando en la fase final de algunos de estos patrones.

La bolsa sí es esto

¿Y qué es la bolsa? El universo de números que representa la economía global. Millones de manos trabajando. Miles de millones de mentes. Una enorme red que grita con vida. Un organismo. Un organismo natural.

— Max Cohen (“Pi, fe en el caos”)

Como tuvimos la oportunidad de explicar en ocasiones anteriores, cuando describimos las verticales caídas de las bolsas mundiales al inicio de la pandemia del coronavirus (ver [aquí](#)) o cuando comparamos sus dinámicas con las del clima (ver [aquí](#)), los mercados financieros son **sistemas adaptativos complejos** en los que el todo es diferente y mayor que la suma de sus partes.¹⁴ O, dicho de otra manera, un sistema adaptativo complejo (el mercado financiero) cuenta con unas propiedades particulares que emergen de la interacción de todas las unidades que lo componen (los inversores) y, por tanto, su comportamiento no depende únicamente de factores exógenos (como pueden ser las noticias), sino también endógenos. En definitiva, **el mercado tiene “personalidad” propia**.¹⁵

*Si quieres entender una colonia de hormigas, no preguntes a una hormiga. No sabe lo que está sucediendo. Estudia la colonia.*¹⁶

Asumir los mercados financieros como sistemas adaptativos complejos nos permite comprender mejor su evolución y nos puede resultar de utilidad en nuestra labor como inversores. Hablábamos hace un momento de la formación de patrones. Pues bien, aunque nuestro cerebro pueda llevarnos a localizar relaciones espurias con aparente validez para invertir (como adquirir acciones de una compañía cada vez que su valor acumula una pérdida determinada porque ha funcionado un par de veces), esto no es óbice para que existan, realmente, otros patrones que puedan ser más o menos sostenibles en el tiempo. Estos patrones bursátiles surgen, entre otros, por una de las características fundamentales de los

¹⁴ Para iniciarse en la teoría de la complejidad aplicada a la economía, recomiendo Moreno Casas, V. (2022). *Economía de la Complejidad: Breve introducción a un nuevo paradigma*.

¹⁵ Mandelbrot, B. B. y Hudson, R. L. (2008). *The (Mis)Behaviour of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin and Reward*. Profile Books.

¹⁶ Mauboussin, M. (2009). *Think Twice: Harnessing the Power of Counterintuition*. Harvard Business Press.

sistemas adaptativos complejos: la **retroalimentación**.¹⁷ A saber, cuando el resultado de una iteración se convierte en el input de la siguiente. En el caso que nos ocupa: **el comportamiento pasado del precio de un activo puede influir en su evolución futura**. Por tanto, al contrario de lo que asumen la clásica hipótesis del mercado eficiente o la teoría del paseo aleatorio, las cotizaciones de los mercados sí presentan una dependencia o **memoria de largo plazo** que estaría detrás de algunas tendencias o patrones que uno puede observar en su evolución histórica.¹⁸

Pero ¿por qué se produce este efecto de retroalimentación? Por lo que se conoce como **efecto rebaño** de los inversores. Este comportamiento puede venir explicado por una infinidad de motivos, como el riesgo de perder el puesto de trabajo si los fondos que gestiona un profesional viven un periodo de peor comportamiento relativo, cómo estén diseñados los incentivos para el gestor del fondo (por ejemplo, no poder separarse demasiado de un índice de referencia), intentar anticiparse a lo que el resto de los inversores va a hacer, por pura imitación social en entornos de incertidumbre (salir corriendo si todo el mundo comienza a hacerlo, aunque no sepas el motivo, puede salvarte la vida) o, directamente, por una combinación de todos ellos.¹⁹

*Todos nos vemos influidos -de manera inconsciente y, hasta cierto punto, consciente- por lo que vemos que otros hacen y aprueban. Por tanto, si todo el mundo está comprando algo, pensamos que es mejor.*²⁰

¿Se está produciendo hoy una situación similar en el mercado? Desde luego, las dinámicas que se están desarrollando en las grandes compañías del **sector tecnológico** parecen indicar que así es. Por un lado, su extraordinario comportamiento bursátil en lo que llevamos de año (60% mejor que el S&P500 a finales de agosto) está siendo un perfecto caldo de cultivo para las interrelaciones de reflexividad y retroalimentación que derivan en un clásico patrón alcista.²¹ Por otro lado, como causa y consecuencia de lo anterior, el sector está disfrutando de una entrada masiva de flujos de dinero desde inicios de año y, en especial, en aquellas compañías vinculadas al *boom* de la inteligencia artificial.²² Empero, detectar un clásico patrón alcista no nos dice nada *per se*. Lo importante es dilucidar si ese patrón está justificado y, más concretamente, si es sostenible. De nuevo, la teoría de la complejidad nos puede servir de gran ayuda.

¹⁷ Mauboussin, M.J. (2002), *Revisiting Market Efficiency: The Stock Market as a Complex Adaptive System*. Journal of Applied Corporate Finance, 14: 47-55. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2002.tb00448.x>

¹⁸ Mandelbrot, B. B. y Hudson, R. L. (2008). *Idem*.

¹⁹ Kaizoji, Taisei & Sornette, Didier. (2008). *Market bubbles and crashes*. arXiv.org, Quantitative Finance Papers.

²⁰ Munger, C. (1994). *A Lesson on Elementary Worldly Wisdom*. USC Business School.

²¹ (Agosto 2023). Trading the impact of AI adoption. *Goldman Sachs Global Investment Research*.

²² (27 de septiembre de 2023). Cumulative Global Sector Fund Flows. *ISABELNET*.

¿Un patrón alcista insostenible?

En lo puro no hay futuro. La pureza está en la mezcla.

— Jarabe de Palo

Una de las características esenciales para que un sistema adaptativo complejo funcione con *normalidad* es la **heterogeneidad** de sus participantes. Por ejemplo, parece ser que un hábitat heterogéneo contribuye a preservar la biodiversidad.²³ Lo mismo sucede con el mercado bursátil. Cuantas más visiones diferentes haya sobre las compañías cotizadas o, mejor dicho, cuantas más variadas sean las decisiones de inversión, menos tenderá el mercado a vivir cualquier tipo de exceso. En los casos más extremos, una falta de heterogeneidad en el conjunto del mercado puede llevar a la formación de burbujas y, habitualmente, a las posteriores crisis financieras, como sucedió en 2008. Como en su momento explicó Jean-Pierre Landau, antiguo vicegobernador del Banco de Francia y director ejecutivo del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, la mayor sofisticación de los mercados financieros hasta ese punto no se tradujo en una mayor heterogeneidad de sus participantes, sino todo lo contrario, lo que acarreó devastadoras consecuencias:

*Ahora se ha hecho evidente que, detrás de estos velos de diversos colores, existía una gran uniformidad en la aproximación al riesgo, su medición, su gestión, así como los desencadenantes de su apetito. Esta uniformidad tuvo consecuencias muy desestabilizadoras. En tiempos ordinarios, ayudó y cristalizó las expectativas sobre los activos sobrevalorados. En momentos de estrés, hizo que el proceso de ajuste fuera extremadamente desordenado.*²⁴

Pues bien, la constante entrada de **flujo inversor** en las compañías tecnológicas, a la par que se retiran fondos del resto, está reduciendo esta heterogeneidad en el mercado. Básicamente, los inversores parecen estar asumiendo que no es una opción estar fuera de este sector. No sólo el movimiento del dinero inversor parece ser un claro indicio de una mayor homogeneidad, sino que podemos contrastarlo más claramente con otras métricas. Así, las acciones tecnológicas no representaban un porcentaje tan elevado en las carteras de fondos de renta variable desde el pico de 2021, justo antes del pinchazo que el sector vivió con la

²³ Redondo J.M., García, J.S., Bustamante-Zamudio, C., Pereira, M. F. y Trujillo, H. F. (2022). *Heterogeneity: method and applications for complex systems analysis*. Journal of Physics: Conference Series, Volume 2159, VIII International Conference Days of Applied Mathematics (VIII ICDAM) 20-22 October 2021, San José de Cúcuta, Colombia

²⁴ Comentarios introductorios de Jean-Pierre Landau, vicegobernador del Banco de Francia, en la conferencia "The macroeconomy and financial systems in normal times and in times of stress", organizada por el Banco de Francia y el Bundesbank, Gouvieux-Chantilly el 8 de junio de 2009.

rápida subida de tipos de interés y su consecuente contracción de múltiplos.²⁵ Esta histórica **ponderación** supone tres veces el porcentaje de 2017 y cerca del doble de la de 2020.

La ausencia evidente de heterogeneidad está causando una serie de anomalías que podríamos calificar de extraordinarias, como ya pudimos destacar en la pasada carta trimestral. Por un lado, el sector tecnológico suponía a cierre de agosto más del 28% del valor bursátil del índice S&P500. Esta cifra se acerca al 29% que alcanzó en 1999, justo en el máximo de la burbuja de las puntocom. Por otro lado, como decíamos hace un momento, las dinámicas que están viviendo las acciones de estas compañías se traducen también en un gran comportamiento bursátil en términos absolutos y relativos. Para muestra, un botón: la ratio que compara al Nasdaq-100 (principal índice tecnológico del mundo) con el Russell-2000 (un índice con compañías de baja capitalización de Estados Unidos) no se situaba en niveles tan elevados desde (sí, lo han adivinado) el pico de la burbuja de las puntocom. Otra forma de contrastarlo sería comparando la rentabilidad del S&P500 contra el mismo índice si todas las compañías contasen con el mismo peso. En este caso, el exceso de rentabilidad del primero sobre el segundo alcanza ahora cotas no vistas desde, nuevamente, finales de los 90. Literalmente, no hay registro (al menos, desde 1990) de un año alcista para el S&P500 en el que solo diez compañías expliquen casi la totalidad de su rentabilidad.²⁶ Por supuesto, todo ello ha llevado aparejado, como no puede ser de otra manera, una expansión muy importante en las **valoraciones** a las que cotizan estas compañías. De hecho, las ocho mayores compañías tecnológicas de Estados Unidos cotizan a múltiplos más elevados que los del promedio del resto de compañías que componen el S&P500.

Antes de proseguir, me gustaría dejar claro que no dudamos de que esta situación difiere mucho de la de los años 90. Estamos hablando de un sector que cuenta, entre sus componentes, con compañías que operan sus negocios con un liderazgo mundial sin precedentes y, por tanto, se trata de entidades de gran calidad y de las que, como sabe, hemos sido accionistas durante muchos años. Dicho esto, no hace falta llegar a niveles de burbuja para que el contexto actual resulte más incierto (y arriesgado). ¿Por qué digo esto? Sencillamente, porque estas anomalías están afectando al resto del mercado. El efecto rebaño y la falta de heterogeneidad termina impregnando, para bien o para mal, a todos los activos y, por ende, a los índices bursátiles. Sin ir más lejos, las diez mayores compañías del S&P500 representan el 30,5% de su capitalización bursátil, siendo casi el 100% atribuible a

²⁵ (Agosto 2023). Tech Share of Equity Sector Fund Assets. *Goldman Sachs Global Investment Research*.

²⁶ Geraci, N. [@NateGeraci] (3 de octubre de 2023). *96.5% of S&P 500 return contribution this yr is from the 10 largest constituents... No other positive performance yr is really even close...* Twitter.
<https://twitter.com/NateGeraci/status/1709293604269637684?t=wF-5BG6YYfUymsE5vkCPBw&s=03>

ocho compañías tecnológicas.²⁷ Se trata de una **concentración** no vista en muchas décadas. Fruto de ello, la bolsa americana, en su conjunto, también ha vivido una expansión en sus múltiplos y, lo que es más relevante, su futuro comportamiento se verá muy ligado a la evolución de estas ocho compañías.

No obstante, no solo el S&P500 se está viendo "distorsionado" por estas dinámicas. En estos momentos, nos estamos encontrando con otros extremos que merecen la pena ser mencionadas. Por ejemplo, las compañías que arrojan una **rentabilidad por dividendo** más generosa acumulan uno de sus peores comportamientos históricos en relación con las entidades que pagan menores dividendos (casualmente, las compañías tecnológicas suelen preferir recomprar acciones a retribuir a sus accionistas en forma de dividendo). De hecho, esta peor evolución solo es comparable a lo que sucedió a finales de los 60 y, nuevamente, a finales de los 90. En ambos casos, las tornas se cambiaron de manera acusada los años posteriores.²⁸ Adicionalmente, aunque no tan directamente relacionado, creo que es importante destacar que la llamada **prima de riesgo de la renta variable** (*equity risk premium*), ajustada por la inflación, no se situaba en niveles tan desfavorables para la bolsa americana desde finales del siglo pasado.²⁹ Dos motivos están detrás de esto: por un lado, la fuerte recuperación de la bolsa americana por las razones ya expuestas; por otro lado, la terrible evolución de la deuda pública americana (y de la del resto del mundo) estos años. Sirva de dato que el bono americano a 10 años, si nada cambia, registrará, por primera vez en su historia, tres años consecutivos de caídas.³⁰ Para más inri, acumula la mayor corrección en un periodo de tres años que nunca haya vivido.³¹

Podríamos continuar dando más ejemplos, pero todos llevan a la misma conclusión: **la excelente evolución de las compañías tecnológicas ha llevado a una situación que puede acaecer insostenible**. Por supuesto, desconocemos si este momento está cerca de producirse o si, incluso, llegará a hacerlo. Sin embargo, es interesante apoyarnos, de nuevo, en otras dos características de los sistemas adaptativos complejos para comprender por qué esto es relevante. En concreto, la **no-linealidad** y la **fase de transición** o punto de inflexión. La primera de ellas explica que pequeños cambios dentro del sistema pueden desencadenar grandes impactos en

²⁷ Bilello, C. [@charliebilello] (27 de septiembre de 2023). *The top 10 holdings in the S&P 500 now make up 30.5% of the index, the highest concentration we've seen with data going back to 1980*. Twitter. <https://twitter.com/charliebilello/status/1707017835736645879>

²⁸ Weniger, J. [@JeffWeinger] (19 de junio de 2023). *The 20-year performance gap between High Dividend and Low Dividend stocks is currently at levels seen in 2021 and before that, the late 1990s. Before that, the late 1960s and early 1970s*. Twitter. <https://twitter.com/JeffWeniger/status/1670866788513624064>

²⁹ Authers, J. (11 de septiembre de 2023). *Hitchhiker's Guide to the Equity Risk Premium*. *Bloomberg*.

³⁰ (Septiembre 2023). *Big Bust: US 10-year government bond annual return since 1787*. *BofA Global Investment Strategy*.

³¹ Bilello, C. [@charliebilello] (1 de octubre de 2023). *US Bonds are down 15% over the last 3 years, the largest 3-year decline in history*. Twitter. <https://twitter.com/charliebilello/status/1708487769452888403>

su comportamiento y, viceversa, grandes cambios pueden tener un efecto muy limitado. Por su parte, la fase de transición es una modificación en la manera en que se organiza un sistema. Para entenderlo, pensemos en la evolución que experimenta el agua cuando la introducimos en el congelador. Su congelación no se produce de manera paulatina, sino que mantiene su estado líquido hasta que, de repente, un pequeño descenso adicional en la temperatura la convierte en hielo. Por tanto, **las fases de transición suelen ser cambios abruptos y no lineales.**

Efectivamente, por si queda alguna duda, en los mercados financieros sucede lo mismo. Cuando un patrón deviene insostenible termina alcanzando un punto de inflexión y, cuando esto sucede, el giro suele ser muy violento porque las dinámicas anteriores se revierten bruscamente. La homogeneidad de los inversores hace que el mercado no encuentre nuevos compradores y los procesos de retroalimentación y reflexividad, alimentados por el comportamiento de rebaño, terminan ocasionando una corrección en forma de cascada hasta que la heterogeneidad se restaura:

Durante el periodo anterior a un crash, la diversidad de inversores desciende. Los agentes utilizan estrategias de inversión muy parecidas al verse reforzados por sus buenas rentabilidades. Esto incrementa la fragilidad del mercado, ya que una pequeña reducción en el apetito de compra podría causar un gran impacto desestabilizador en el mercado (...) La homogeneidad de los inversores se traduce en una reducción de la liquidez del mercado.³²

En definitiva, la actual concentración de inversores en el sector de la tecnología ha propiciado un excelente comportamiento bursátil de estas compañías, a la par que ha incrementado su relevancia e impacto en los mercados. Si, por cualquier razón que pueda darse (por ejemplo, un menor crecimiento del esperado en los beneficios de estas compañías), algunos inversores decidiesen mañana iniciar una reducción en su exposición a estas entidades, este comportamiento podría ocasionar un impacto muy relevante en sus cotizaciones y, dada su elevada ponderación, en los índices bursátiles más importantes del mundo. Entonces ¿de qué nos sirve este tipo de análisis y la potencial conclusión a la que hemos llegado? Por un lado, para reforzar nuestra convicción de que evitar este perfil de compañías es lo más adecuado (conclusión a la que ya nos había llevado nuestro proceso de análisis de compañías). Por otro lado, este trabajo nos puede ayudar a localizar (y comprender) situaciones opuestas en otros mercados, en los que podemos hoy encontrar grandes oportunidades de inversión.

³² Lebaron, B. (2001). *Financial market efficiency in a coevolutionary environment*. Brandeis University.

¿Un patrón bajista insostenible?

En la mezcla de lo puro. Que antes que puro fue mezcla.

— Jarabe de Palo

Siempre decimos que nuestra exposición geográfica y sectorial es consecuencia de las oportunidades de inversión que encontramos en cada momento, es decir, no invertimos en base a un análisis desde arriba (eligiendo una geografía o sector en el que invertir), sino que el análisis desde abajo (a nivel de compañías) nos lleva a la configuración de la cartera. Esto no quiere decir que podamos olvidarnos de intentar comprender las causas que llevan a una industria o a un mercado a gozar de un mayor atractivo. Por ejemplo, desde hace años contamos con una importante exposición (ahora menos elevada, pero todavía relevante) al sector de las materias primas y hemos dedicado tiempo en nuestras conferencias anuales y cartas trimestrales a explicar los motivos que ocasionaban esas grandes oportunidades de inversión en esta industria (ver [aquí](#)). Pues bien, hoy nuestro trabajo de análisis nos lleva a mantener una cartera en la que, a nivel geográfico, la mayor concentración de ideas se sitúa en compañías cotizadas en el mercado europeo y asiático, con una infraponderación relativa en compañías cotizadas en el mercado estadounidense. ¿El motivo fundamental? Porque son mercados que cotizan con valoraciones más atractivas. Según algunos estudios, fruto de su peor comportamiento bursátil los últimos años, las compañías chinas no han cotizado tan baratas en los últimos 25 años y las europeas muestran una clara infravaloración histórica.³³

Sin duda, es interesante dilucidar qué ha llevado a esta situación. Para ello, vamos a centrarnos en los dos mercados que, aisladamente, más peso disfrutaban en nuestra cartera internacional: la renta variable española y la renta variable china (entidades cotizadas en Hong Kong y Estados Unidos). En concreto, las compañías españolas hoy suponen alrededor del 23% de la cartera de Horos Value Internacional y las chinas cerca del 19% (algunas de estas compañías son cotizadas en Hong Kong, pero con negocio fuera de China, aunque el mercado no parece distinguir este factor). Por tanto, entre ambas geografías, hablamos del 42% de nuestro fondo internacional. Esta ponderación no ha sido decidida de un día para otro y ha ido variando en función de las oportunidades que encontramos en estas y otras geografías, siempre con el objetivo de maximizar el potencial de nuestras carteras, a la par que reducimos el riesgo incurrido. Pero ¿por qué cotizan estos mercados a niveles tan atractivos en comparación con sus promedios históricos? Podríamos dar un sinfín de explicaciones fundamentales, como el deterioro en la seguridad jurídica en el caso de la bolsa española o la crisis económica que vive

³³ JP Morgan Asset Management (28 de septiembre de 2023). *Guide to Markets 3Q 2023*.

China y que ya hemos explicado en reiteradas ocasiones (ver [aquí](#) y [aquí](#)).³⁴ No obstante, al final, el auténtico motivo por el que unos activos pueden cotizar con descuento no es otro que la falta de apetito del inversor. Con esto, no estoy negando que el ánimo de los inversores no esté condicionado por esas causas fundamentales (toda narrativa esconde una verdad). Pero, al igual que sucedía con el patrón alcista de las compañías tecnológicas, **el comportamiento de rebaño inversor, con sus dinámicas de retroalimentación y reflexividad, juega un papel muy relevante también en los mercados con peor comportamiento bursátil:** las acciones caen o se mantienen baratas porque los inversores venden o ignoran el mercado y viceversa.

Sin ánimo de ser exhaustivo, las siguientes noticias sobre la bolsa china pueden servir de contexto a lo que estoy diciendo. Por ejemplo, este 2023 se ha alcanzado el mayor número de lanzamientos de fondos de inversión en mercados emergentes con la etiqueta "ex China".³⁵ Lo que recuerda, salvando las distancias, a los años en los que todos los fondos de inversión asiáticos evitaban invertir en Japón porque nadie quería saber nada de aquel mercado. La mala evolución de la bolsa china, que acumula cinco trimestres con peor comportamiento relativo frente a los índices mundiales, contribuye y se retroalimenta de este negativo sentimiento inversor, lo que también se traduce en un desplome en los volúmenes negociados en este mercado.³⁶ Al final, todo se resume en el siguiente comentario vertido recientemente por el estratega de renta variable global emergente de UBS:

*Lo mires como lo mires, las acciones chinas están baratas. Creo que el mercado está siendo muy escéptico. Vamos a esperar a más noticias que nos den la confianza para comenzar a comprar.*³⁷

Para el caso español, me voy a limitar a compartir una situación que se repite en muchas de nuestras reuniones y conferencias. Cuando repasamos la rentabilidad que Alejandro, Miguel y yo hemos logrado con nuestra estrategia ibérica (la más alta del mercado a medio y largo plazo), la gente siempre se sorprende con el reducido patrimonio de nuestro fondo Horos Value Iberia. A lo que siempre respondemos con la siguiente pregunta: "¿cuánto tiene usted invertido en fondos de inversión del mercado español?" La respuesta a esta pregunta soluciona siempre la duda inicial sobre nuestro tamaño.

³⁴ Sampedro, R. (2 de octubre de 2023). La City mira con recelo a España: "No gusta la amnistía, ni los bandazos contra las empresas". *Vozpopuli*.

³⁵ Vishnoi, A. (7 de septiembre de 2023). China Is Being Left Out by a Record Number of New EM Stock Funds. *Bloomberg*.

³⁶ Liu, J., Ma, A. y Lu, M. (21 de septiembre de 2023). Beijing's Market-Support Pledges Falling Flat With Traders. *Bloomberg*.

³⁷ Langlely, W. (21 de septiembre de 2023). Foreign investors still shunning China despite signs of upturn. *Financial Times*.

¿Cuánto puede durar esta situación en las bolsas china y española? De nuevo, no podemos saberlo. Lo que sí tenemos claro es que cuanto más se prolonga, más insostenible se vuelve. Si bien es cierto que la falta de heterogeneidad inversora (toda la comunidad inversora invirtiendo en las mismas compañías) estaba detrás de la insostenibilidad eventual del patrón alcista del sector tecnológico, no lo es menos que esta misma falta de heterogeneidad inversora (toda la comunidad inversora ignorando estos mercados) puede terminar desencadenando esa fase de transición o punto de inflexión que termine revertiendo este negativo comportamiento bursátil.

En definitiva, en Horos seguimos pensando que, para conseguir cumplir nuestro objetivo de generar rentabilidades sostenibles y satisfactorias en el largo plazo, tenemos que enfocar nuestros recursos a pescar en ríos donde abundan los peces y hay pocos pescadores (bolsas china y española, por ejemplo) y evitar aquellas aguas con muy pocos peces y muchos pescadores (sector tecnológico). No nos importa esperar pacientemente a que se produzca el inevitable punto de inflexión, especialmente cuando vamos de la mano de equipos directivos que saben cuánto valen realmente sus compañías y que toman las decisiones de gestión de capital adecuadas para destapar o generar valor para sus accionistas (por ejemplo, recomprando agresivamente sus acciones, vendiendo activos por encima de lo que refleja su valor bursátil o repartiendo el exceso de caja que acumulan en su balance).

Como decía el legendario inversor Peter Cundill:

Lo más importante para tener éxito como inversores es tener paciencia, paciencia y más paciencia.³⁸

Movimientos más destacados

En el largo plazo, la mayoría siempre está equivocada.

— Seth Klarman

A continuación, se incluye un resumen con los movimientos más reseñables de las carteras de nuestros fondos:

³⁸ Risso-Gill, C. (2011). *There's Always Something to Do: The Peter Cundill Investment Approach*. McGill-Queen's University Press.

HOROS VALUE INTERNACIONAL

Reducciones/salidas:

MATERIAS PRIMAS (18%)

Posiciones comentadas: Shelf Drilling (vendida) y Ramaco Resources B (vendida)

Este trimestre hemos desinvertido en nuestra histórica posición en la compañía de plataformas petrolíferas **Shelf Drilling**. Sin duda, una inversión que nos deja con un sabor agridulce. Por un lado, al retrasarse nuestra tesis de inversión original (la pandemia lo cambió todo). Por otro lado, al mantenernos invertidos en ella, por su relativamente mejor perfil financiero, frente a otras alternativas que compartían sitio en nuestro fondo (**Valaris** y **Borr Drilling**) y de las que decidimos desprendernos en el año 2020, ante el deterioro insostenible de negocio y balance que todo el sector vivió en aquel momento.

A lo largo de los últimos meses, el equipo directivo de **Shelf Drilling** ha sido capaz de realizar operaciones generadoras de valor para sus accionistas. Algunos ejemplos podrían ser la compra de plataformas petrolíferas, a precios muy atractivos, aprovechando movimientos corporativos en el sector o, más recientemente, la mejora de su perfil financiero tras una atractiva refinanciación de su deuda. Todo ello, unido a una importante recuperación de la actividad en el sector, ha permitido que la cotización de **Shelf Drilling** haya multiplicado por más de 30 veces en tan solo tres años. Tras este positivo comportamiento, pensamos que el binomio rentabilidad-riesgo es más atractivo en otras inversiones que hemos incluido en nuestra cartera.

Por su parte, hemos procedido a vender las acciones B de **Ramaco Resources** ("Ramaco") que la compañía repartió entre sus accionistas y que simulan la estructura de una entidad propietaria de regalías, al retribuir dividendos a sus accionistas en función del carbón vendido, procesado y transportado por la propia **Ramaco**. A nuestro entender, las acciones A, que dan exposición al negocio tradicional de minería de **Ramaco**, gozan de un mayor atractivo, de ahí que hayamos optado por desprendernos de las acciones B y mantengamos nuestra inversión en las acciones A.

OTROS

Posiciones comentadas: Alphabet (vendida), Pendragon (vendida), Verallia (1,7%) y AmRest (1,3%)

Este trimestre sale de la cartera **Alphabet** tras su excelente evolución bursátil y su menor potencial de revaloración frente a las nuevas compañías que hemos incorporado al fondo. Resulta curioso cómo de rápido puede cambiar el sentimiento del mercado en un plazo tan corto de tiempo. Reiniciamos esta inversión en 2022, tras las fuertes caídas que vivió el sector con la subida de tipos de interés y su inevitable contracción de múltiplos. Al poco tiempo, el lanzamiento de ChatGPT (apoyado por **Microsoft**) pesó aún más sobre el sentimiento inversor en **Alphabet**. Solo unas semanas después, el mercado reaccionó muy positivamente a las medidas tomadas por la compañía para contrarrestar el potencial impacto de este producto y mantener el liderazgo de Google como motor de búsqueda. Con todo, un ascenso del 50% en muy poco tiempo que explica nuestra salida de esta excelente compañía. Por su parte, hemos reducido nuestra posición en la compañía de restauración **AmRest** y en el fabricante de vidrio **Verallia**, exclusivamente por el buen comportamiento de sus acciones en el periodo y su consecuente encarecimiento relativo.

Más interesante resulta el caso de la compañía británica de concesionarios **Pendragon**. Para situarnos, merece la pena recuperar las líneas en las que explicábamos nuestra (re)entrada en el valor a finales de 2022: *Vendimos el pasado trimestre nuestra posición, tras la OPA lanzada por el grupo sueco Anders Hedin (liderado por el antiguo consejero delegado de **Pendragon**) que ya ostentaba el 27% del accionariado. Sin embargo, a primeros de diciembre anunciaron que retiraban la OPA por la incertidumbre del momento, lo que desencadenó una importante corrección bursátil de **Pendragon**. Pensamos que es posible que, en realidad, el motivo pueda ser más el tensionamiento de las condiciones de financiación de la operación, por lo que no descartamos un nuevo intento futuro. Todo esto, unido al atractivo precio actual al que cotiza la compañía, nos ha animado a reiniciar nuestra inversión.*

Pues bien, este último mes se ha vivido una batalla de opas por la compañía como pocas veces se producen. Así, el 18 de septiembre la empresa americana **Lithia Motors** lanzó una oferta de compra a un precio equivalente a 27,4 peniques por acción (una prima cercana al 50% sobre el cierre de cotización anterior). La oferta contaba con el beneplácito del consejo de **Pendragon** y consistía en la compra del negocio de concesionarios y la inyección de capital en Pinewood, el prometedor negocio de software de la compañía, que seguiría cotizando con la idea de hacerlo crecer a través de la red de concesionarios de **Lithia Motors**. En ese momento, decidimos que lo mejor era esperar, ya que lo más probable era que el grupo sueco Hedin (principal accionista de compañía, que ya había mostrado interés en hacerse con **Pendragon**) realizara algún movimiento. Pues bien, tan solo 4 días después, este grupo contraatacó lanzando una oferta tentativa a 28 peniques por acción y,

posteriormente, a 32 peniques por acción (un 17% sobre el precio ofertado por **Lithia Motors**). La cosa no acaba aquí. En un giro de los acontecimientos, la estadounidense **AutoNation** irrumpió en la batalla el 26 de septiembre, igualando la oferta de Hedin. En ese momento, con la cotización por encima del precio ofertado, decidimos reducir nuestra inversión en un 50%, a la espera de reacciones de unos y otros. Finalmente, el 2 de octubre **Lithia Motors** movió ficha y subió la oferta inicial hasta los 35,4 peniques por acción (casi un 30% superior a su primera oferta). En este punto, decidimos desinvertir el resto de nuestra inversión en **Pendragon**, ya que no esperábamos que se pudieran producir grandes mejoras y el precio nos parecía muy atractivo. Justo dos días después, el grupo Hedin anunció que no iba a mejorar su oferta por la compañía, a lo que el mercado reaccionó situando la cotización por debajo de los 33 peniques. Sin duda, un proceso muy lucrativo, en el que el análisis de los intereses de las partes interesadas nos ha permitido maximizar nuestra rentabilidad en esta inversión.

Incrementos/entradas:

MATERIAS PRIMAS (18%)

Posiciones comentadas: Clarkson (1,8%) y Spartan Delta (1,5%)

Este trimestre hemos iniciado una posición en la compañía británica **Clarkson**. La entidad proporciona servicios de intermediación y soporte a la industria naviera, así como servicios de intermediación financiera y banca de inversión, entre otros. **Clarkson** es el *broker* naviero más grande del mundo, suponiendo esta pata el 80% de su negocio y que, en esencia, le permite cobrar una comisión por poner de acuerdo a un fletador con un propietario de un barco. Uno de los atractivos de **Clarkson** es su gran escala, dando servicios a toda la industria naviera (graneleros, tanqueros, barcos de LNG, transporte de vehículos, *offshore*, etc.) y, además, siendo el primer o segundo jugador por cuota de mercado en cada uno de estos verticales. Esta escala le permite a **Clarkson** dar diferentes servicios y en diferentes mercados a un mismo cliente, además de poder adquirir entidades locales cuando tenga sentido estratégico. Esta inversión nos permite, por tanto, gozar de una exposición a la industria naviera, pero sin los clásicos riesgos operativos y financieros del sector, ya que su negocio no necesita de capital empleado. A nuestro entender, **Clarkson** es una compañía con una calidad superior y ciclicidad inferior a la que descuenta el mercado, lo que nos ha animado a invertir en ella.

En cuanto a **Spartan Delta**, hemos decidido retomar nuestra inversión en la compañía de petróleo y gas canadiense, aprovechando su actual atractivo. Como recordatorio, desinvertimos en la compañía a inicios de 2023, tras materializarse

nuestra tesis de inversión con la venta de los activos del área de Montney a **Crescent Point Energy**. Tras este movimiento (además de la creación de otra entidad llamada **Logan Energy**), **Spartan Delta** cuenta con activos desarrollados y enfocados en la producción de gas en la Deep Basin. La reciente corrección del gas natural ha pesado algo sobre la cotización de la compañía. Sin embargo, pensamos que la situación actual de precios relativos del gas natural tan bajos en Estados Unidos y Canadá no es sostenible y, aunque en nuestra valoración no asumimos precios mucho más elevados que los actuales, existe un claro riesgo al alza en los próximos años para estos dos mercados. ¿Los motivos? Por un lado, la fuerte demanda esperada de gas natural en las economías europeas y asiáticas. Por otro lado, la entrada en funcionamiento de varias terminales de exportación de GNL en Norte América en los próximos años. Por último, no menos importante, **Spartan Delta** cuenta con un equipo directivo, liderado por Fotis Kalantzis, que ya ha demostrado en multitud de ocasiones su capacidad para aprovechar las oportunidades corporativas que surjan en el sector, generando un enorme valor para sus accionistas.

HOLDINGS Y GESTIÓN DE ACTIVOS (19%)

Posiciones comentadas: Onex (2,0%)

Onex es una compañía de gestión de activos canadiense muy peculiar, ya que inicialmente utilizaba su balance para realizar inversiones de *private equity* de manera directa, consiguiendo importantes rentabilidades. Sin aparcarse esta actividad, la entidad inició hace dos décadas el negocio de gestión de patrimonio de terceros, a través de los segmentos de *private equity* e inversión en crédito, que hoy suponen cerca de 50 mil millones de dólares de activos bajo gestión.

La inversión en **Onex** resulta interesante por dos motivos. El primer motivo es que Gerry Schwartz, su fundador y consejero delegado durante casi 40 años, se jubila, dejando su lugar a Bobby Le Blanc (uno de los directivos de la entidad). Esto es relevante por partida doble. Primero, porque hasta ahora **Onex** no ha conseguido generar beneficios recurrentes con su gestión de fondos de *private equity*, lo que ha llevado a Le Blanc y a su equipo a anunciar medidas de reducción de costes para los próximos años que, como poco, deberían permitir que esta división no pierda dinero. Adicionalmente, **Onex** espera hacer crecer su segmento de crédito de manera muy relevante los próximos años. El segundo motivo es que Schwartz, tras su jubilación, perderá eventualmente el control del voto en **Onex**, por lo que la compañía podría resultar atractiva para una entidad tercera.

Sin embargo, todo esto es de escasa relevancia para nuestra tesis de inversión. La pata más importante de la valoración de **Onex** y que justifica, en gran parte, nuestra inversión, es el descuento con el que la compañía cotiza frente a sus inversiones en sus propios fondos de *private equity* y crédito, así como inversiones directas en compañías, inmuebles y otros activos. Este descuento rondaba el 40% en el momento de nuestra entrada en **Onex**. Un descuento que no nos parece justificado y que la compañía está aprovechando para recomprar acciones de manera agresiva (más de un 20% recomprado desde 2020) y generando un importante valor para sus accionistas.

OTROS

Posiciones comentadas: Nordic Paper (2,1%) y Excellence Commercial Property (1,4%)

Por último, se han producido otras dos entradas nuevas en el periodo: **Nordic paper** y **Excellence Commercial Property**.

Nordic Paper es un productor sueco de papel, especializado en la fabricación de papel *kraft* y papel antigrasa natural. El papel *kraft* que produce **Nordic Paper** es no blanqueado y se utiliza, principalmente, para embalajes en diversas industrias. Por su parte, el papel natural antigrasa se utiliza, fundamentalmente, en la industria de la alimentación (papel para hornear, comida rápida, etc.). La compañía cuenta con más de 800 clientes repartidos en 70 países y exporta el 95% de su producción (más del 60% a Europa). Un aspecto interesante de **Nordic Paper** es que el grueso de sus ventas se destina al sector de la alimentación, lo que resta ciclicidad al negocio. Además, dentro de los papeles de alta calidad, la compañía cuenta con una posición de liderazgo en sus respectivos mercados.

La compañía realizó su salida a bolsa en 2020, cuando Sutriv Holding colocó algo más del 50% de sus acciones. Sutriv Holding está controlada por la empresa china **Shanying International**, entidad que también está especializada en la producción de papel y que se hizo con **Nordic Paper** en 2017 (antes estaba en manos de un *private equity*). Obviamente, desconocemos las intenciones futuras de **Shanying International** sobre su participación en **Nordic Paper**, pero nos cuesta verle un encaje a medio plazo, ya que no existen sinergias operativas y, adicionalmente, la situación financiera de la compañía china no es muy holgada.

A todo ello hay que añadir que, a los precios actuales, asumiendo una normalización en sus márgenes operativos (la compañía ha tenido viento de cola, por las fuertes subidas de los precios del papel que comercializa y, en menor medida, por el comportamiento de las divisas), estaríamos comprando **Nordic**

Paper a unas 6x su flujo de caja libre de dentro de tres años. Una valoración muy atractiva y que nos protege de escenarios negativos económicos que puedan producirse en el corto plazo.

Por su parte, **Excellence Commercial Property** ("Excellence") es una entidad que, al igual que **Kaisa Prosperity** y **Aoyuan Healthy Life** (nuestras otras inversiones en este sector), presta servicios de gestión inmobiliaria a propiedades comerciales chinas. La empresa está especializada en la gestión de edificios de oficinas, complejos comerciales, edificios corporativos o parques tecnológicos. Adicionalmente, **Excellence** gestiona propiedades públicas, industriales y residenciales.

Como en la mayoría de las empresas de servicios inmobiliarios del país, **Excellence** fue fundada con vocación de dar servicios a su matriz, la promotora Excellence Group, para ir creciendo con el paso de los años en sus servicios a terceros. Hoy más del 80% de la facturación proviene de entidades no vinculadas al grupo. Por otro lado, el accionariado está controlado, de manera directa e indirecta, en un 70% por Li Wa (propietarios, también, de Excellence Group) y ha repartido en 2021 y 2022 un dividendo que equivaldría hoy a una rentabilidad superior al 10%, que supone, incluyendo el dividendo declarado para 2023, el 34% de su capitalización bursátil actual.

Obviamente, la crisis inmobiliaria del país lastra el crecimiento futuro de estas compañías. Sin embargo, el perfil de negocio de **Excellence** (sólo el 12% procede de la actividad residencial), la capacidad de generar caja de la compañía y una posición de caja neta superior a su valor bursátil, nos anima a realizar esta inversión.

HOROS VALUE IBERIA

Reducciones/salidas:

OTROS

Posiciones comentadas: Corporación Financiera Alba (vendida) y AmRest (2,3%)

Este trimestre hemos desinvertido en una posición histórica de nuestra cartera ibérica: **Corporación Financiera Alba**. Aunque seguimos pensando que este holding controlado por la familia March continúa cotizando con un elevado descuento, el escaso interés mostrado estos años por la compañía a la hora de tratar de reducir ese descuento nos ha llevado a vender, completamente, una posición que era cada vez más residual en nuestro fondo.

Por otro lado, al igual que en nuestro fondo Horos Value Internacional, hemos reducido nuestra participación en **AmRest** tras su excelente evolución bursátil y su menor atractivo frente a otras alternativas que tenemos hoy en cartera.

Incrementos/entradas:

OTROS

Posiciones comentadas: Iberpapel (5,5%) y Elecnor (5,5%)

En cuanto a **Iberpapel** y **Elecnor**, el incremento de peso responde a su buena marcha relativa en el periodo. En ambos casos, un catalizador está contribuyendo a destapar el importante potencial con el que ambas compañías cuentan. En el caso de **Iberpapel**, la compañía anunció a finales de septiembre la venta de su patrimonio forestal en Uruguay por 54 millones de euros. Este importe se compara con una capitalización bursátil, en el momento del anuncio, de 175 millones de euros y una caja neta superior a los 48 millones de euros. Es decir, tras la operación, el negocio de **Iberpapel** queda valorado en c. 75 millones de euros, frente a una generación de caja normalizada de 20 millones de euros.

En lo que respecta a **Elecnor**, la compañía se encuentra inmersa en un proceso de búsqueda de un socio financiero para su filial Enerfín, lo que ayudaría a ponerla en valor. Algo que no había sucedido hasta ahora y que el mercado comienza a corregir, al anotarse las acciones de Elecnor más de un 55% de rentabilidad en el último año. Al igual que sucede con **Iberpapel**, pensamos que **Elecnor** sigue muy infravalorada en bolsa, ya que el mercado sigue sin recoger el verdadero valor de la división de ingeniería del grupo, de la filial de concesiones Celeo y de la propia Enerfín.

Actualidad

En cuanto a la actualidad de Horos, me gustaría destacar que el próximo 25 de octubre tendrá lugar en Madrid, en la Torre de Cristal, nuestra **V Conferencia Anual con Inversores**. Puede pinchar [aquí](#) para ver más detalles del evento y apuntarse al mismo. ¡Le esperamos!

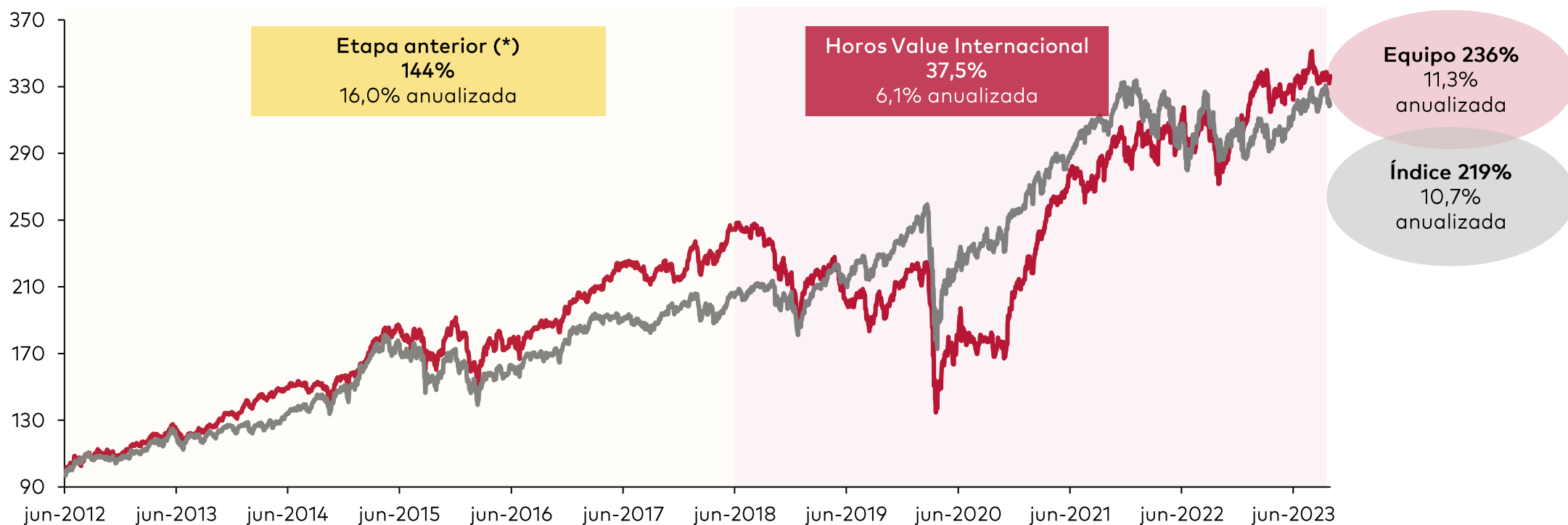
Además, estamos encantados de poder anunciar que, en las próximas semanas, estará 100% operativo nuestro plan de pensiones de empleo. Este producto

facilitará a las empresas que quieran optar por una solución de ahorro a largo plazo para sus empleados la posibilidad de invertir en **Horos Internacional Empleo PPE**. Si tiene interés por saber más, no dude en contactarnos a info@horosam.com.

Por otro lado, el equipo gestor al completo estuvimos respondiendo a las preguntas de los lectores del periódico **Expansión** en el encuentro "¿Qué oportunidades encuentran los gestores para invertir?" (ver [aquí](#)).

Rentabilidades

Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia internacional



Los datos engloban el periodo 31 de mayo de 2012 a 30 de septiembre de 2023.

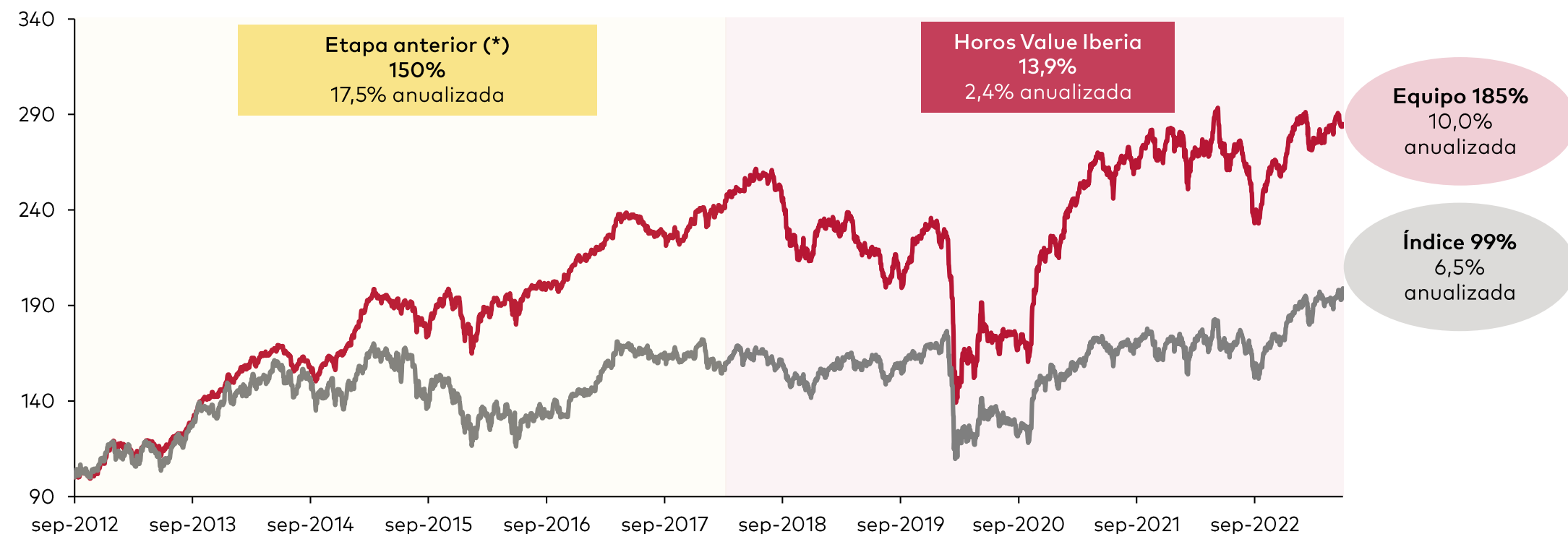
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de mayo de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web:

www.horosam.com

Rentabilidades

Rentabilidad histórica del equipo gestor en la **estrategia ibérica**



Los datos engloban el periodo 30 de septiembre de 2012 a 30 de septiembre de 2023.

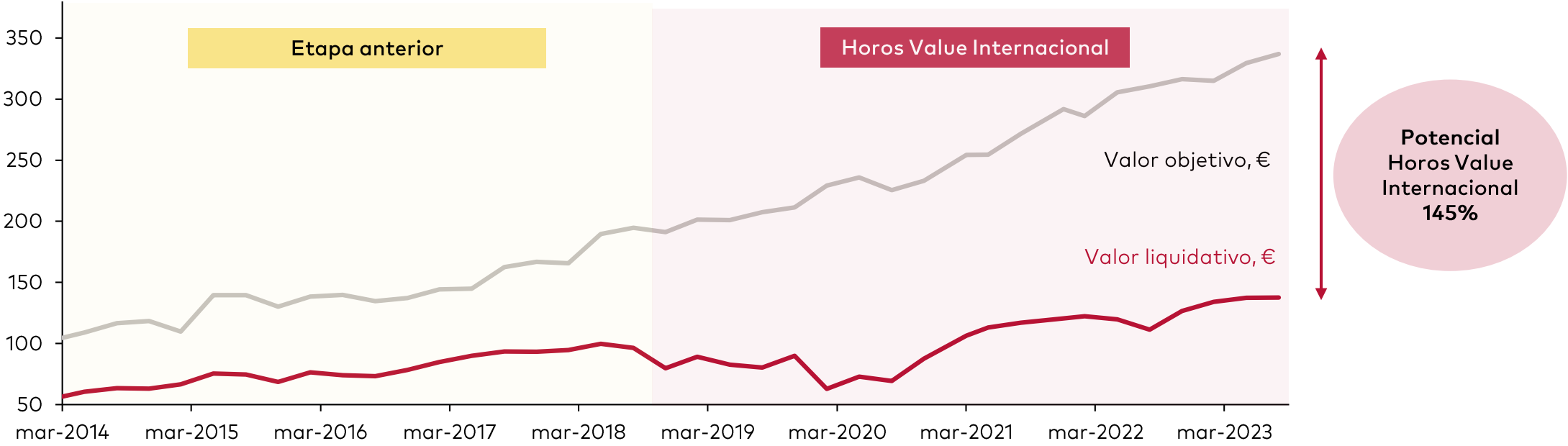
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de septiembre de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web:

www.horosam.com

Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



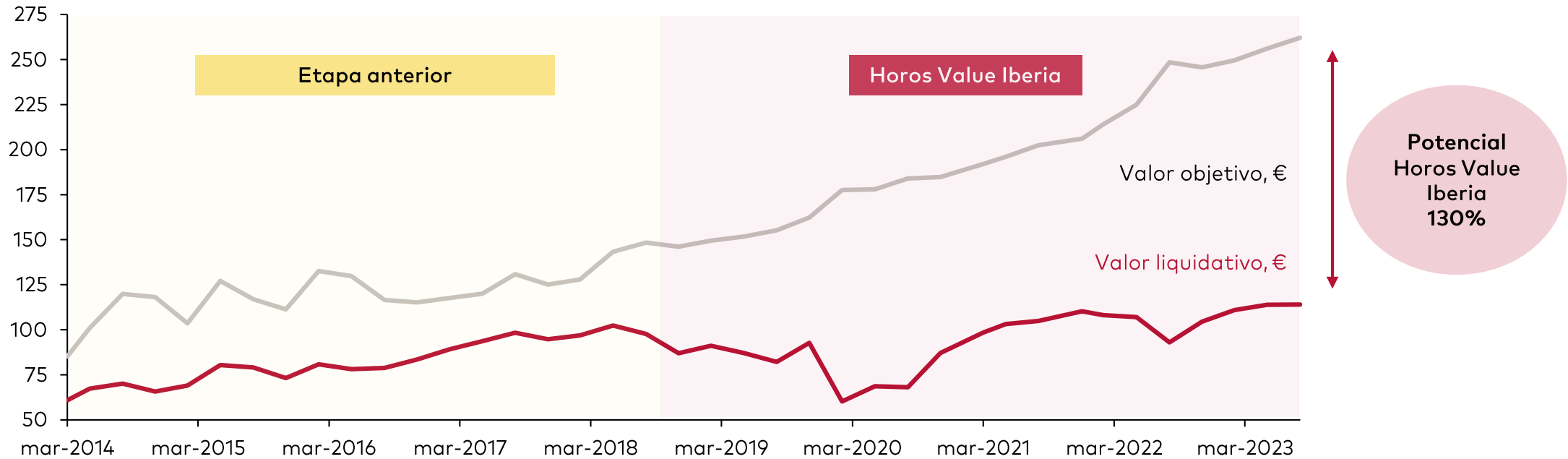
Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 30 de septiembre de 2023.

Los datos "etapa anterior" corresponden al periodo en el que equipo gestor de Horos trabajó en otra gestora de fondos de inversión diferente. Para su cálculo se han utilizado las rentabilidades de ese periodo y, como base para la obtención del valor liquidativo simulado de esa etapa, el valor liquidativo de Horos Value Internacional del 23 de mayo de 2018, momento en el que se incorpora al proyecto el equipo gestor.

Para el cálculo del valor objetivo realizamos un estudio individual de cada inversión que compone la cartera. En concreto, realizamos una estimación a tres años del valor de cada compañía en la que invertimos. Para ello, calculamos, de manera conservadora, los flujos de caja futuros que pensamos que va a generar los próximos tres años el negocio, para así poder calcular el valor futuro de la empresa (entendido este como capitalización bursátil ajustado por la posición financiera neta). Posteriormente, con estos datos, estimamos el múltiplo EV/FCF (valor futuro de la empresa dividido por su flujo de caja libre normalizado, es decir, ajustando este último por partidas extraordinarias) al que cotizaría cada compañía. Por último, fruto del análisis cualitativo que realizamos de cada empresa, asignamos un múltiplo de salida a cada inversión (a cuánto pensamos que merece cotizar cada negocio) y lo comparamos con el dato anterior, para estimar el potencial o atractivo de la inversión. En determinadas ocasiones, dada la naturaleza de las inversiones, se utilizarán otros métodos de valoración generalmente aceptados, tales como la suma de partes, descuento de flujos de caja o múltiplo de precio entre valor contable.

Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 30 de septiembre de 2023.

Los datos "etapa anterior" corresponden al periodo en el que el equipo gestor de Horos trabajó en otra gestora de fondos de inversión diferente. Para su cálculo se han utilizado las rentabilidades de ese periodo y, como base para la obtención del valor liquidativo simulado de esa etapa, el valor liquidativo de Horos Value Iberia del 23 de mayo de 2018, momento en el que se incorpora al proyecto el equipo gestor.

Para el cálculo del valor objetivo realizamos un estudio individual de cada inversión que compone la cartera. En concreto, realizamos una estimación a tres años del valor de cada compañía en la que invertimos. Para ello, calculamos, de manera conservadora, los flujos de caja futuros que pensamos que va a generar los próximos tres años el negocio, para así poder calcular el valor futuro de la empresa (entendido este como capitalización bursátil ajustado por la posición financiera neta). Posteriormente, con estos datos, estimamos el múltiplo EV/FCF (valor futuro de la empresa dividido por su flujo de caja libre normalizado, es decir, ajustando este último por partidas extraordinarias) al que cotizaría cada compañía. Por último, fruto del análisis cualitativo que realizamos de cada empresa, asignamos un múltiplo de salida a cada inversión (a cuánto pensamos que merece cotizar cada negocio) y lo comparamos con el dato anterior, para estimar el potencial o atractivo de la inversión. En determinadas ocasiones, dada la naturaleza de las inversiones, se utilizarán otros métodos de valoración generalmente aceptados, tales como la suma de partes, descuento de flujos de caja o múltiplo de precio entre valor contable.

Top 10 posiciones
Horos Value Internacional

Top 10 posiciones
Horos Value Iberia

Posición	Peso	Sector
Aercap Holdings	4,6%	Financiero
Catalana Occidente	4,2%	Financiero
Semapa	3,9%	Holding
Naspers	3,7%	Plataforma
Fairfax India	3,5%	Holding
Mistras Group	3,4%	MMPP
Talgo	3,4%	Industrial
ALD Automotive	3,4%	Financiero
Sun Hung Kai And Co	3,2%	Asia
Gestamp Automoción	2,9%	Industrial

Posición	Peso	Sector
Catalana Occidente	7,0%	Financiero
Semapa	6,9%	Holding
Horos Value Internacional	6,1%	Otros
Elecnor	5,6%	Ingeniería
Iberpapel	5,5%	Industrial
Merlin Properties	5,2%	Real Estate
Gestamp Automocion	5,0%	Industrial
Talgo	4,5%	Ingeniería
Aperam	4,3%	Materias Primas
Atalaya Mining	4,1%	Materias Primas