

HOROS

ASSET  
MANAGE-  
MENT

CARTA TRIMESTRAL  
A LOS PARTÍCIPES

MAYO 2024

## MAYO 2024

Estimado coinversor,

Este inicio de 2024 vuelve a resultar muy positivo para los mercados bursátiles, continuando así con la excelente evolución que ya presentaron en el pasado 2023. Nuestros fondos Horos Value Internacional y Horos Value Iberia no han sido ajenos a esta tendencia, anotándose rentabilidades del 5,9% y del 1,1%, respectivamente.

Por supuesto, como habitualmente recalcamos, estos resultados son meramente anecdóticos, ya que nuestro objetivo es conseguir rentabilidades satisfactorias y sostenibles en el largo plazo. De ahí que siempre compartamos también la rentabilidad que Alejandro, Miguel y yo hemos conseguido en nuestra carrera conjunta como equipo gestor. En concreto, en el momento que escribo estas líneas, las rentabilidades acumuladas en estos casi doce años de histórico ascienden a un 287% y un 217% o, lo que es lo mismo, un 12,0% anualizado en la estrategia internacional y un 10,5% en la estrategia ibérica. Estas cifras se comparan con un 11,7% y un 7,75% anualizado de sus índices comparables.<sup>1</sup> Fruto de este trabajo, este 2024 hemos vuelto a ser nominados como mejores gestores de fondos y mejor grupo en renta variable ibérica por la prestigiosa casa de análisis de fondos Citywire.

Aprovecho esta carta para comunicar que esta será la última ocasión en la que informemos sobre la evolución de nuestros índices comparables. Hemos tomado la decisión de dejar de compartir su evolución, por los motivos que expongo en el apartado de "Actualidad" (al final de este documento). Precisamente, me gustaría dedicar esta carta trimestral a hablar sobre el auge de la gestión indexada en los últimos años y, en especial, sobre su impacto en los mercados bursátiles y en la gestión activa de fondos de inversión.

Como siempre, muchas gracias por su confianza.

Reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA  
Director de Inversiones

---

<sup>1</sup> Información a 7 de mayo de 2024. 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

*Si estuviera de acuerdo con la teoría de la eficiencia del mercado, todavía estaría repartiendo periódicos.*

— Warren Buffett

El inicio de 2024 ha vuelto a constatar la fortaleza de los mercados, con importantes subidas en la mayoría de los índices bursátiles. Un comportamiento que los últimos años está siendo muy complicado de igualar (no digamos batir) por parte de los gestores activos de fondos de inversión y que no deja de sembrar dudas sobre el valor que puede aportar separarse de los índices. Sin duda, esto explica el auge vivido en cuanto al crecimiento en activos y variedad de los fondos indexados, a lo largo de las últimas dos décadas y, en especial, en los últimos diez años. Sin embargo, ¿son sostenibles estas dinámicas a largo plazo? ¿Queda sitio para los gestores activos en un mercado cada vez más dominado por la llamada gestión pasiva? En Horos estamos convencidos de que es así y dedicaremos la presente carta a intentar demostrarlo.

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 iniciado tres posiciones nuevas. En concreto, hemos invertido en la compañía española de acero inoxidable **Acerinox**, en la compañía francesa gestora de residencias y centros sanitarios **LNA Santé** y en la empresa francesa de servicios IT **Aubay**. Por su parte, tanto en Horos Value Internacional como en Horos Value Iberia hemos desinvertido (ya en abril) la totalidad de nuestra posición en la compañía **Renta Corporación**.

## Una duda existencial

*Para la mayoría de nosotros, intentar batir al mercado conduce a resultados desastrosos.*

— Jeremy Siegel

Como bien saben nuestros coinversores más avezados, en Horos intentamos siempre hacer gala de nuestra transparencia, realizando un trabajo de divulgación y formación continuo. El objetivo de este ejercicio no es otro que ayudar a nuestros partícipes a comprender mejor nuestra filosofía de inversión, el proceso de decisión que seguimos y qué deben esperar de nuestros productos. De lo contrario, será mucho más difícil que puedan disfrutar de los frutos que han ido sembrando. A saber: unas rentabilidades satisfactorias y sostenibles en el largo plazo. Por este motivo, además de publicar cartas trimestrales como la que nos ocupa, celebramos una conferencia anual para inversores, participamos (puntualmente) en distintos foros financieros y, por supuesto, mantenemos reuniones con partícipes y potenciales inversores. Precisamente, comento esto último porque estamos observando un patrón similar, muy significativo, en muchas de nuestras reuniones. En concreto, una pregunta recurrente nos persigue: **¿por qué invertir en un fondo de gestión activa, si los fondos indexados o de gestión pasiva obtienen *mayores rentabilidades con un menor riesgo?***

Esta duda hace alusión a los dos conceptos más estudiados a lo largo de la historia de los mercados financieros: la rentabilidad y el riesgo. Sin embargo, antes de profundizar sobre estas ideas, es interesante comenzar la casa por el tejado y corroborar si, realmente, la gestión indexada está o no sacando los colores a los fondos de gestión activa. ¿Sucede así? Efectivamente, sin ningún género de duda. De hecho, un demoledor estudio (matizable en algunos aspectos relevantes, como veremos después), publicado en marzo de este año por la casa de análisis Standard & Poor's, llegaba a la conclusión de que sólo uno de cada diez fondos de inversión de renta variable conseguía batir al Standard & Poor's 500, principal índice de la bolsa americana, en periodos superiores a los 10 años.<sup>2</sup> Este mismo análisis arrojaba un resultado (ligerísimamente) menos desastroso en el caso de los fondos de renta variable global. Ante esta evidencia empírica, huelga decir que es totalmente comprensible que cualquier inversor se plantee qué necesidad tiene de complicarse la vida, confiando sus ahorros a gestoras que tratan de aportar valor a sus partícipes con su selección de compañías (como, humildemente, intentamos hacer desde Horos). Tampoco resulta descabellado pensar que, probablemente, **muchas personas se cuestionen si valorar empresas tiene sentido** a tenor de lo que

<sup>2</sup> Di Gioia, D., Edwards, T., Ganti, A.R., Nelesen, J. y Longo, S. (6 de marzo de 2024). SPIVA U.S. Year-End 2023. S&P Dow Jones Indices.

acabo de comentar. Desde luego, se trata de un dardo lanzado al centro del corazón de nuestra esencia como inversores y que merece la pena ser analizado.

## El chimpancé imbatible

*A la hora de invertir, hay muy pocos inversores que no deberían comportarse como si los mercados fueran totalmente eficientes.*

— Eugene Fama

Uno de los eternos debates en el mundo de los mercados financieros es si, realmente, es posible batir a los índices bursátiles. Al igual que sucede en otras disciplinas, el mundo académico ha intentado dar respuesta a este dilema. Posiblemente, el germen de esta "revolución" tenga su origen a mediados de los años 50, cuando el afamado economista **Paul Samuelson** (premio nobel y autor del manual de economía más conocido de la historia, con permiso del de Gregory Mankiw que estudió un servidor) repescó las ideas del brillante matemático francés **Louis Bachelier**, quien ya en 1900 defendió, sin decirlo tan explícitamente, que los movimientos en los precios de los activos que componen los mercados bursátiles siguen una suerte de paseo aleatorio o, dicho de otra manera, que es imposible predecir su comportamiento y beneficiarse de ello:

*La expectativa (matemática) del especulador es cero.<sup>3</sup>*

Posteriormente, en los años 60 y 70, el economista (y, también, premio nobel de economía) **Eugene Fama** se apoyaría en algunas ideas de Samuelson, así como de Benoît Mandelbrot (al que Nassim N. Taleb dedicó su famosa obra **El Cisne Negro**), para desarrollar el marco teórico de los mercados eficientes, a través de su famoso artículo *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*.<sup>4</sup> En este trabajo, Fama siembra la idea de que **un mercado es ideal o eficiente cuando sus precios recogen TODA la información disponible**. Como corolario de lo anterior, cuando un mercado es eficiente, los inversores no van a poder extraer una rentabilidad adicional de manera sostenible.

En concreto, Fama establece tres hipótesis o niveles de eficiencia, estudiadas desde hace muchos años en la mayoría de las titulaciones financieras: una débil, una

<sup>3</sup> Jean-Michel Courtault, Youri Kabanov, Bernard Bru, Pierre Crepel, Isabelle Lebon, et al. Louis Bachelier On the centenary of Théorie de la Spéculation. *Mathematical Finance*, 2000, 10 (3), pp.339-353. fffalshs-00447592f; Mandelbrot, B. B. (2008). *The (Mis)Behaviour of Markets. A Fractal View of Risk, Ruin and Reward*. Profile Books.

<sup>4</sup> Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>

semifuerte y una fuerte. Bajo la **hipótesis débil**, un inversor no podría hacerlo mejor que el mercado utilizando patrones históricos de los precios de las acciones, ya que los precios pasados no influirían en su comportamiento futuro (paseo aleatorio), pero sí apoyándose en información pública concerniente a las empresas (evolución de sus resultados, por ejemplo), ya que esta no sería recogida rápidamente por la comunidad inversora. Por tanto, bajo esta hipótesis de eficiencia débil, las estrategias de inversión *momentum* y de análisis técnico o similares, no tendrían capacidad para generar un exceso de rentabilidad sobre los índices bursátiles, pero sí aquellas basadas en el análisis fundamental (como la que profesamos los inversores *value*). En el caso de la **hipótesis semifuerte**, toda la información pública, incluyendo las cuentas de resultados, el balance o el estado de flujos de efectivo de las empresas, estaría ya recogida en el precio de las cotizaciones, con lo que el análisis fundamental tampoco aportaría valor al inversor. Por último, bajo la **hipótesis fuerte**, ni siquiera la información privada o privilegiada (es decir, aquella únicamente conocida y utilizada de manera ilegal por los directivos de una empresa) podría conseguir un exceso de rentabilidad, ya que se filtraría rápidamente al mercado.

Fama concluyó en su estudio que el análisis empírico evidencia que los mercados cumplen las hipótesis débil y semifuerte y que, por tanto:

*Para la mayoría de los inversores, el modelo de los mercados eficientes parece una buena primera (y segunda) aproximación a la realidad.<sup>5</sup>*

En efecto, **para los defensores de los mercados eficientes nada es gratis** o, por lo menos, no durante demasiado tiempo. **Burton Malkiel**, posiblemente uno de los acérrimos defensores de esta eficiencia de los mercados, lo explica muy bien en su clásico superventas **Un paseo aleatorio por Wall Street**, cuando se apoya en la anécdota del billete de 100 dólares con el que se topan el profesor de finanzas y uno de sus alumnos. Al verlo, el alumno se agacha para recogerlo, pero el profesor le desanima diciéndole: "No te molestes: si fuera realmente un billete de 100 dólares, no estaría ahí".<sup>6</sup> Por tanto, si existiera una oportunidad de arbitraje, es decir, de conseguir una ganancia sin riesgo, esta se esfumaría rápidamente porque la comunidad inversora habría intentado ya explotarla hasta hacerla desaparecer.

De hecho, en la primera edición de su libro en 1973, Malkiel concluyó que un chimpancé que lanzase dardos al periódico financiero *Wall Street Journal* construiría una cartera de valores que se comportaría igual de bien que la de los

<sup>5</sup> Fama, E. F. (1970). *Ídem*.

<sup>6</sup> Malkiel, B. G. (2007). *Un paseo aleatorio por Wall Street. La estrategia para invertir con éxito*. Alianza Editorial.

inversores profesionales. Esto le llevó a la conclusión de que "lo que necesitamos es un fondo de inversión con una mínima comisión de gestión y que, simplemente, compre los cientos de acciones que componen el mercado".<sup>7</sup> En definitiva, a primeros de la década de los 70 el mundo académico lanzó un desafío al mundo financiero y, por supuesto, pronto alguien recogería el guante.

## Una inversión para las masas

*No busques una aguja en el pajar. ¡Compra el pajar entero!*

— John C. Bogle

En efecto, ese mismo año, **Rex Sinquefield** (cofundador, posteriormente, de Dimensional Fund Advisors) constituiría el primer fondo indexado abierto para el público generalista.<sup>8</sup> Sinquefield fue alumno de Fama en la Universidad de Chicago y, en sus propias palabras, sintió una especie de epifanía al escucharle hablar sobre los mercados eficientes. Esto le llevó a lanzar las primeras réplicas del índice Standard & Poor's 500.<sup>9</sup> Los importantes gastos de contratación de valores y la escasa liquidez de muchas compañías hicieron que el producto no pudiese adquirir de inicio todos los nombres que componían el índice, lo que no fue óbice para que los fondos presentasen un comportamiento muy similar al de este. El invento fue todo un éxito y alcanzó un tamaño de 12.000 millones de dólares a los pocos años.<sup>10</sup> Pese a ello, sería otra figura la que siempre será recordada como la que acercó y democratizó la inversión en bolsa: **John C. Bogle**.

Bogle mostró, desde muy joven, su interés por los mercados financieros y, en concreto, por los fondos de inversión. De hecho, su tesis universitaria en Princeton se centró en explicar cómo debería ser una gestora de fondos de inversión, así como una defensa de este producto.<sup>11</sup> **No deja de ser irónico que el mayor valedor de la historia de los fondos indexados fuese, en sus inicios, un gran defensor de los fondos de inversión de gestión activa.**<sup>12</sup> Walter Morgan, antiguo alumno de Princeton, impresionado por la tesis de Bogle le contrató para trabajar en Wellington Management Company, la gestora de fondos de la que era el consejero

<sup>7</sup> Marks, H. (18 de junio de 2018). Investing Without People. *Oaktree Capital*.

<sup>8</sup> En 1971, Wells Fargo lanzó la primera cartera indexada, pero exclusivamente gestionada para el fondo de pensiones de Samsonite. Wigglesworth, R. (2021). *Trillions. How a Band of Wall Street Renegades Invented the Index Fund and Changed Finance Forever*. Penguin.

<sup>9</sup> Soriano, D. Z. (9 de mayo de 2019). The Book of Booth: Index Fund Pioneer Rex Sinquefield, '72. *Chicago Booth Magazine*.

<sup>10</sup> Wikipedia (página visitada el 25 de abril de 2024); Schaefer Riley, N. (26 de octubre de 2012). Meet One of the Super-PAC Men. *The Wall Street Journal*.

<sup>11</sup> Bogle, John C. (1951). *The Economic Role of the Investment Company*. Princeton University.

<sup>12</sup> Wigglesworth, R. (2021). *Ídem*.

delegado. Allí, Bogle vivió un meteórico ascenso que le llevaría a suceder a Morgan al mando de esta prestigiosa firma. Sin embargo, tras liderar la fusión de Wellington con otra entidad de Boston para hacer frente (de manera equivocada) a la burbuja de las *Nifty Fifty*, la mala evolución del negocio tras el colapso del mercado bursátil en aquellos años acarrearía su despido.<sup>13</sup> Bogle fundaría entonces **The Vanguard Group**. El resto es ya historia.

Hoy, **Vanguard** es la segunda entidad de fondos indexados cotizados (ETF) en Estados Unidos, el mayor mercado del mundo, donde ha ido ganando cuota de mercado hasta alcanzar el 29,5% estimado que ostenta en la actualidad.<sup>14</sup> El gigante de la gestión de activos **BlackRock** es el líder, con una cuota de mercado cercana al 32,5%, gracias a la adquisición hace algunos años de iShares (en Europa controlan el c.45% del mercado). Por su parte, el tercero en discordia es la entidad **State Street**, con un tamaño muy relevante, aunque inferior a los anteriores (c. 15% de cuota).<sup>15</sup> Por tanto, estas tres entidades aglutinan más del 75% del universo de la gestión indexada en Estados Unidos, demostrando las bondades de la escala, en un producto que intenta reducir los costes al máximo para no separarse del índice que replica.

No sólo eso, fruto de su mejor comportamiento frente a los fondos de gestión activa, **los fondos indexados superaron en 2023, por primera vez en la historia, el volumen de activos gestionados en Estados Unidos por parte de los fondos activos.**<sup>16</sup> De hecho, la cifra real de activos gestionados "pasivamente" es muy superior, ya que habría que incluir, entre otros, a las estrategias privadas (como carteras gestionadas por entidades, incluyendo a la propia **BlackRock**, para los grandes planes de pensiones y fondos soberanos) y a los fondos *disfrazados* como activos pero que, prácticamente, no se separan de sus índices comparables.

Obviamente, todo esto ha llevado a que las figuras de Bogle y de los fondos indexados hayan sido veneradas por propios y extraños las últimas décadas. Por supuesto, sus mayores alabanzas han provenido del mundo académico, donde Paul Samuelson llegó a calificar el fondo indexado como uno de los mejores inventos de la humanidad:

*Sitúo este invento de Bogle al nivel de la invención de la rueda, el alfabeto, la imprenta de Gutenberg, el vino y el queso.*<sup>17</sup>

<sup>13</sup> Elkins, K. (21 de diciembre de 2018). Jack Bogle shares the \$1 billion investing mistake that cost him his job. *CNBC*.

<sup>14</sup> Greifeld, K. (13 de diciembre de 2023). Vanguard Is Closer Than Ever to Ending BlackRock's ETF Reign. *Bloomberg*.

<sup>15</sup> Brewster, L. (7 de febrero de 2024). Vanguard Eclipses BlackRock for Equity Market Share. *Yahoo! Finance*.

<sup>16</sup> Sabban, A. (17 de enero de 2024). It's Official: Passive Funds Overtake Active Funds. *Morningstar*.

<sup>17</sup> Powell, R. (13 de julio de 2017). One of the greatest inventions. *TEBI*.



Empero, mucho más llamativa ha sido la ferviente defensa de este producto por parte del mejor inversor de todos los tiempos. Efectivamente, Warren Buffett ha mantenido siempre que, para la mayoría de las personas, la mejor forma de proceder es invertir en un ETF que replique al Standard & Poor's 500. Aún más, hace más de quince años, Buffett lanzó un reto a la industria de *hedge funds* para demostrar que sus comisiones eran desorbitadas. La apuesta, aceptada por la entidad Protégé Partners LLC, consistió en poner a competir por diez años (desde el 1 de enero de 2008) al Standard & Poor's 500 frente a una selección de *hedge funds* de esta firma. ¿El resultado? Una victoria aplastante del índice.<sup>18</sup> Sin duda, esta "campaña" de Buffett fue una de las mayores y mejores publicidades que Vanguard (utilizó uno de sus ETF para la apuesta) y el resto de la industria de fondos indexados pudo soñar. La realidad es que, con estilos totalmente diferentes, tanto Bogle como Buffett abogaron siempre por una inversión con sentido común y de largo plazo, de ahí su admiración mutua. No hay mejor reflejo de esto que las palabras que dedicó Buffett a Bogle, cuando este falleció hace cinco años:

*Si alguna vez se levanta una estatua en honor a la persona que más haya hecho por los inversores americanos, definitivamente debería ser la de Jack Bogle.<sup>19</sup>*

En resumen, según lo que hemos visto, podemos destacar tres aspectos muy relevantes sobre la gestión indexada. En primer lugar, si los mercados son eficientes nadie puede batirlos de manera sostenible. En segundo lugar, la evidencia empírica de los últimos tiempos parece apoyar esta idea. Y, por último, la teórica eficiencia de los mercados y la mejor evolución de los índices han propiciado el imparable auge de los fondos indexados. Pero ¿son realmente los mercados eficientes? ¿Contribuyen los fondos indexados a que lo sean? ¿Van a continuar cosechando una mayor rentabilidad que los fondos de gestión activa? Sin duda, preguntas muy pertinentes a las que trataré de responder en las próximas páginas.

## La eficiencia va por barrios

*La inversión value se basa en la idea de que la hipótesis de los mercados eficientes es errónea.*

— Seth Klarman

<sup>18</sup> Floyd, D. (25 de junio de 2019). Buffett's Bet with the Hedge Funds: And the Winner Is ... *Investopedia*.

<sup>19</sup> Melloy, J. (16 de enero de 2019). Warren Buffett says Jack Bogle did more for the individual investor than anyone he's ever known. *CNBC*.

La hipótesis de los mercados eficientes, como hemos podido comprobar, está totalmente vinculada a la información y, más en concreto, a cómo es recogida por los inversores. En base a esto, si la información pública (y privada en su versión más fuerte) es ampliamente conocida por todos, debería ser imposible batir al mercado, ya que los precios de los activos recogerán, rápidamente, cualquier información nueva que aparezca. Por ello, **para alcanzar este ideal de eficiencia, los mercados tienen que cumplir tres requisitos: permitir la entrada libre de nuevos inversores, contar con bajos costes de acceso a la información y ser competitivos.**<sup>20</sup> Esto nos tiene que llevar a la rápida conclusión de que, en cada momento, existirán mercados que sean más eficientes que otros, en función del grado en que se cumplan estas tres condiciones.

Pensemos en el caso particular de las compañías chinas que cotizan en las bolsas de Shanghai y Shenzhen (acciones A) y en la bolsa de Hong Kong (acciones H). Pues bien, las limitaciones al **movimiento de capitales** (y, por tanto, de nuevos inversores) que impone el gobierno chino hacen que muchos de sus ciudadanos únicamente puedan comprar acciones A, lo que desencadena que estos valores coticen con una importante prima (de más del 45% actualmente) sobre sus acciones H listadas en la bolsa de Hong Kong.<sup>21</sup> En este caso, la restricción al movimiento de capitales imposibilita que se cierre esta ineficiencia, ya que la oportunidad de arbitraje no es realizable por la comunidad inversora. En otras ocasiones, como ya adelantamos en la pasada carta trimestral (ver [aquí](#)), las limitaciones a la inversión pueden ser algo más sutiles, como la imposición por folleto de un fondo de inversión de no invertir en algún activo o, directamente, por directriz de la propia gestora (como sucede en aquellos fondos de inversión, habitualmente pertenecientes a entidades bancarias, que no pueden separarse en exceso del comportamiento de su índice más comparable). Mientras que, en el caso de las empresas chinas, la ineficiencia persistirá en tanto en cuanto exista el control de capitales, en el segundo caso el resto de los fondos de gestión totalmente activa podrán aprovecharse de esta oportunidad de arbitraje. Por supuesto, cuantos más inversores intenten explotar esta ineficiencia, más rápido se volverá el mercado eficiente.

El segundo requisito para que un mercado sea totalmente eficiente, como hemos visto, sería el presentar unos costes de **acceso a la información** muy reducidos. Imaginemos, por un momento, con qué herramientas contaba un inversor en los años 50 y 60, cuando un joven Warren Buffett obtuvo sus mayores rentabilidades. Efectivamente, Buffett no utilizaba internet o Bloomberg para recabar

---

<sup>20</sup> Cochrane, J. (20 de mayo de 2014). Eugene F. Fama, Efficient Markets, and the Nobel Prize. *Chicago Booth Review*.

<sup>21</sup> Si el lector tiene curiosidad, puede seguir la evolución de esta prima con el Hang Seng Stock Connect China AH Premium Index en la página web Hang Seng Indexes.

información sobre las compañías. No existía tal posibilidad. Buffett y otros inversores en búsqueda de gangas se apoyaban, como mucho, en los manuales de la agencia **Moody's**, donde se recababan las cifras financieras más relevantes de las principales compañías cotizadas del país. Literalmente, miles de páginas sobre las que trabajar:

*Cuando comencé, recorría las páginas del manual una a una. Me refiero a que, probablemente, miraba 20.000 páginas de los manuales de la industria del transporte, el sector bancario y el financiero, y lo hacía dos veces.<sup>22</sup>*

Ahora bien, que hoy contemos con internet o Bloomberg no es condición suficiente para evitar fricciones en el acceso a la información. De hecho, siempre recuerdo esta anécdota de nuestra anterior etapa profesional, hace más de diez años, porque es muy ilustrativa. Mi compañero Alejandro dedicó una mañana a repasar las empresas francesas de mayor capitalización del Alternext francés (un índice similar a nuestro BME Growth, que hoy se denomina Euronext Growth) para buscar alguna idea nueva de inversión. Tras ese primer vistazo, le llamó la atención una compañía en concreto: **Groupe Guillin**. Esta empresa es el líder europeo en la fabricación de envases termoconformados para la industria alimentaria. Pues bien, cuál fue su sorpresa cuando descubrió que Bloomberg no tenía actualizada la información financiera de esta compañía de los últimos dos o tres años. Esto hacía que la valoración aparente del **Groupe Guillin** fuera mucho menos barata de la real. No sólo eso. Por aquel entonces, para acceder a esta información tenías que darte de alta en un apartado recóndito de la página web de esta entidad, generando una importante fricción en el acceso a los datos para la comunidad inversora. Esto hacía que el **Groupe Guillin** cotizase con una valoración irrisoria. No dudamos en invertir en la compañía, situándola como principal posición de nuestra cartera internacional durante varios años. Multiplicamos nuestra inversión por más de cuatro veces en muy poco tiempo, gracias a esforzarnos un poco más que el resto de la comunidad inversora en la búsqueda de la información. Como recordatorio, desde hace varios años también somos accionistas de esta estupenda empresa con nuestro fondo Horos Value Internacional, aunque el acceso a la información ya no es tan restrictivo como en aquella época.

El tercer y último requisito para que un mercado sea eficiente es que sea **competitivo**, es decir, que haya muchos inversores participando en el mismo. ¿Por qué? Porque si no hay interés en algún activo entonces las ineficiencias no se cerrarán o tardarán mucho más en hacerlo. Pensemos en otro ejemplo que hemos repetido hasta la saciedad: la **bolsa de Hong Kong**. Después de años de caídas no existe interés en este mercado, con lo que la liquidez de sus valores (el volumen

---

<sup>22</sup> Mahmood, H. (22 de junio de 2023). How Would Warren Buffett Invest A Small Sum Of Money? *LinkedIn*.

transaccionado) se ha desplomado. Por tanto, el proceso de descubrimiento del valor de las compañías no se está produciendo, lo que genera enormes ineficiencias. ¿Qué puede hacer que esto cambie? Como también detallamos en el pasado trimestre, un giro en el sentimiento inversor o, directamente, la aparición de catalizadores (como movimientos corporativos o decisiones del equipo directivo que contribuyan a destapar este valor). Como nos gusta repetir, **las oportunidades se encuentran, habitualmente, en aquellos ríos donde abundan los peces y escasean los pescadores o, dicho de otra manera, en los mercados poco competitivos e ineficientes.**

En definitiva, con estos sencillos ejemplos hemos podido constatar por qué los mercados o, por lo menos, algunos de ellos, están lejos de ser eficientes y, por tanto, por qué como inversores podemos tratar de explotar esas oportunidades asumiendo un menor riesgo. En palabras de Buffett:

*Al observar, correctamente, que el mercado era frecuentemente eficiente [los seguidores de la hipótesis de la eficiencia de los mercados] concluyeron, incorrectamente, que siempre es eficiente. La diferencia entre estas proposiciones es como la noche y el día.<sup>23</sup>*

En el fondo, esta es la esencia de la inversión *value*. Si no existieran las ineficiencias, no podríamos nunca aspirar a batir a los mercados. Ahora bien, incluso bajo los supuestos de que el mercado fuera eficiente en el sentido de Fama, no está muy claro que esta aproximación esté del todo bien hilvanada. Lo que nos lleva a intentar responder a la segunda de las tres preguntas que planteábamos antes: ¿contribuyen los fondos indexados a que los mercados sean eficientes?

## La exuberancia irracional

*Creo que lo que el mercado refleja correctamente no es la verdad, que es lo que dice la hipótesis de eficiencia del mercado, sino que refleja, de manera precisa y eficiente, la opinión de los inversores sobre lo que es verdad.*

— Howard Marks

No deja de ser irónico que Eugene Fama compartiese el Premio Nobel de Economía con Robert Shiller, cuyos estudios demuestran que los precios de los activos financieros son proclives a vivir ciclos de encarecimiento y abaratamiento extremos,

<sup>23</sup> Hagstrom, R. (2013). *The Warren Buffett Way*. Wiley.

generando ineficiencias potencialmente explotables.<sup>24</sup> En efecto, como probaría también el desarrollo de la economía conductual por parte de, entre otros, Daniel Kahneman y Amos Tversky, el ser humano está lejos de ser racional y, por tanto, los precios de las acciones recogen o se ven impactados por muchos más factores que la información disponible (como defendía Fama).<sup>25</sup>

*También espero desafiar a los académicos financieros para que mejoren sus teorías, probándolas contra la impresionante evidencia que sugiere que los precios son más que la suma de toda la información económica disponible, como generalmente ahora se cree.*<sup>26</sup>

Los seguidores de la eficiencia de los mercados, incluyendo al propio Fama, han respondido a estos estudios con otros propios que concluyen que, en realidad, el mercado sí que es eficiente pero que, sencillamente, se puede obtener un exceso de rentabilidad incurriendo en un mayor riesgo. En concreto, Fama y su colaborador Kenneth French, probaron que determinadas características o factores de las inversiones pueden jugar un papel diferencial.<sup>27</sup> Así, invertir en compañías más baratas o de menor tamaño puede generar mayor rentabilidad, ya que, defienden ellos, el inversor estaría asumiendo un mayor riesgo (de ahí, el término *prima de riesgo*). En el primer caso porque, supuestamente, una compañía que cotiza más barata que el mercado puede estar pasando un bache a nivel de negocio o tener un mayor riesgo financiero y, en el segundo caso, porque el inversor siempre va a preferir una mayor liquidez. Por supuesto, este y otros estudios supusieron el disparadero de salida para lo que se conoce como **inversión por factores** (donde se han ido incluyendo otros con el paso del tiempo, como el *momentum*, la calidad o los dividendos).<sup>28</sup>

Uno no puede dejar de preguntarse hasta qué punto estos debates académicos son tan relevantes, en un mundo en el que, como hemos visto, la gestión indexada juega un papel más y más determinante. Desde luego, como alerta Michael Green (estratega jefe en Simplify Asset Management y antiguo gestor del *hedge fund* Thiel Macro, del famoso empresario e inversor americano Peter Thiel), el debate dejó de tener sentido desde el momento en el que los índices abandonaron su histórico papel de meras referencias y pasaron a ser, a través de los fondos indexados, parte muy activa de los mercados bursátiles.

<sup>24</sup> Shiller, R. J. (2015). *Exuberancia irracional*. Deusto.

<sup>25</sup> Lewis, M. (2017). *Deshaciendo errores: Kahneman, Tversky y la amistad que nos enseñó cómo funciona la mente*. Debate.

<sup>26</sup> Shiller, R. (2015). *Ídem*.

<sup>27</sup> Fama, Eugene F & French, Kenneth R, 1992. "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 47(2), pages 427-465, June.

<sup>28</sup> Luque, F. (3 de enero de 2017). El Factor Investing: ¿En qué consiste? *Morningstar*.

Así, Green defiende que **los mercados se están volviendo cada vez más inelásticos** o, dicho de otra manera, menos sensibles a los precios a los que cotizan.<sup>29</sup> En un mercado elástico, los inversores venderían las acciones de las compañías que se hubieran apreciado en exceso, ya que su rentabilidad esperada futura sería menor y, viceversa, comprarían las acciones de las compañías que cotizasen en niveles de precios más atractivos. Sin embargo, en un entorno en el que la gestión indexada no cesa de recibir flujo inversor, la inelasticidad del conjunto del mercado se incrementa. ¿Por qué? Sencillamente, porque el fondo indexado se limita a comprar las acciones del índice que replica, independientemente de si estas cotizan caras o baratas. Como segunda derivada de todo esto, algunos estudios sostienen que por cada dólar nuevo que quiere comprar el conjunto de las acciones de un índice, su valor bursátil tiene que subir cinco dólares para que se ejecute la transacción.<sup>30</sup> ¿El motivo? Parecen existir varios factores, pero uno relevante sería la restricción de oferta de acciones: cuanto mayor sea el volumen gestionado por los fondos indexados, menor será la cantidad de acciones que circulen libremente en el mercado (*free float* o capital flotante). Al igual que sucede en cualquier mercado, los desajustes entre la demanda y oferta se tienen que ajustar vía precios. **Cuanto mayor sea el cuello de botella, mayores serán la inelasticidad del mercado y el necesario movimiento en los precios.**

Pero ¿hasta qué punto está impactando en los mercados el auge de la gestión indexada? Como siempre suele decirse, correlación no implica causalidad, pero (casualmente) las estrategias de *momentum* (basadas en la evolución previa de los precios de los activos en los que invierten) o las empresas de mayor tamaño (presentes en los índices más representativos que replican los fondos indexados) han mostrado un mejor comportamiento relativo a lo largo de los últimos diez años, mientras que las estrategias basadas en el análisis fundamental (como la inversión *value*) o las empresas de menor tamaño (generalmente, también dentro de la categoría *value*) han cosechado la peor evolución.<sup>31</sup> Adicionalmente, la bolsa americana es la que más se ha beneficiado de estas tendencias, lo que la ha llevado (¿casualmente?) a cosechar unas rentabilidades extraordinarias en el periodo y, consecuentemente, a encarecerse hasta alcanzar cotas de valoración pocas veces vistas frente su promedio histórico y, por supuesto, en comparación con el resto de mercados bursátiles del mundo.<sup>32</sup>

<sup>29</sup> (23 de agosto de 2023). Tier 1 Alpha: A Massive Paradigm Shift In Market Fundamentals. *HedgeEye*.

<sup>30</sup> Gabaix, Xavier and Koijen, Ralph S. J., In Search of the Origins of Financial Fluctuations: The Inelastic Markets Hypothesis (May 12, 2022). Swiss Finance Institute Research Paper No. 20-91, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3686935> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3686935>

<sup>31</sup> INDEX INVESTMENT STRATEGY: FACTORS (Mar 2024). *S&P Dow Jones Indices*; The Consequences of Passive Investing. *Acheron Insights*.

<sup>32</sup> (31 de marzo de 2024). Guide to the Markets. Europe 2Q24. *J.P. Morgan Asset Management*.

Insisto en que es difícil distinguir aquí la verdadera relevancia de la gestión indexada en el comportamiento de los mercados, y soy muy consciente del papel que han jugado otros factores en la excelente evolución del mercado americano (como la mayor rentabilidad de sus compañías, su calidad, gestión de capital más agresiva o contar con los mayores gigantes tecnológicos del mundo), pero como destacaba recientemente la gestora Greenlight Capital (cuyo máximo exponente es nuestro admirado David Einhorn):

*De hecho, tanto dinero se ha asignado a estrategias pasivas que ya no son precio-aceptantes (...). En su lugar, estas estrategias se han convertido en precio-oferentes, en las que sus flujos son un importante impulsor del precio.<sup>33</sup>*

En definitiva, es muy probable que el auge de los productos indexados esté contribuyendo a distorsionar el comportamiento de los mercados bursátiles, lo que nos lleva a la gran paradoja de todo esto: **la gestión indexada se alimenta de la teórica eficiencia de los mercados, pero no contribuye a que se produzca o mantenga en el tiempo.** De hecho, parece favorecer a que la ineficiencia se incremente. Esto llevó, hace unos años, a que un estratega de inversión de la casa de análisis Bernstein dijera, tirando de ironía, que la inversión pasiva es peor que el marxismo, ya que este último, al menos, intenta asignar los recursos de alguna manera.<sup>34</sup>

A la luz de todo esto, vamos a tratar de dar respuesta a la tercera y última cuestión que nos planteábamos: ¿van a continuar cosechando los fondos indexados una mayor rentabilidad que los fondos de gestión activa?

## Rentabilidades pasadas no garantizan...

*La ineficiencia no hace que sea más sencillo para todos los inversores batir al mercado.*

— John C. Bogle

Para intentar responder a esta importante pregunta, vamos a centrarnos en dos aspectos muy relevantes sobre la histórica mejor rentabilidad de los fondos indexados: uno concerniente a la evolución de los fondos de gestión activa y otro a la de los fondos indexados. Empecemos por el primero de estos aspectos. Si recuerda, al inicio de esta carta trimestral, destacamos un estudio demoledor que

<sup>33</sup> Greenlight Capital (24 de abril de 2024).

<sup>34</sup> Rosenberg, A. (24 de agosto de 2016). Passive investing is 'worse than Marxism,' Bernstein strategist claims. CNBC.

probaba la abismal superioridad de los fondos indexados sobre los fondos de gestión activa. Sin embargo, es interesante plantearse hasta qué punto todo el (de)mérito es atribuible a los gestores de estos fondos de inversión. Como ya adelantamos hace algunos años (ver [aquí](#)), hemos vivido un periodo terrible para la inversión *value* (posiblemente el estilo inversor más activo o separado de los índices bursátiles), merced a un flujo constante de dinero entrando en las compañías de gran tamaño y crecimiento, en detrimento de las empresas de menor tamaño y negocios más cíclicos. Este flujo ha encarecido más y más a las primeras y abaratado a las segundas, retroalimentando lo que bautizamos en su día como la gran evasión. Por tanto, un entorno totalmente hostil para la gestión activa que recuerda mucho al de la burbuja de las puntocom.

De hecho, al igual que sucedió en aquella época, muchos gestores activos, presionados por el riesgo a perder su puesto de trabajo (salidas de dinero y peores rentabilidades relativas) han terminado claudicando y han buscado "reinventarse" cambiando su estilo de inversión. Efectivamente, como el propio estudio de Standard & Poor's prueba, en los últimos diez años han sobrevivido 6 de cada 10 fondos de gestión activa y menos de la mitad han conseguido mantenerse fieles a su filosofía original de inversión. Todavía más: ¿cuántos de estos fondos activos son realmente activos? Obviamente, bajo circunstancias tan adversas, diferenciarse en exceso puede ser un peaje insalvable para un gestor. Para muestra un botón: Bill Nygren, reputado gestor de los fondos Oakmark, estima que el grado de diferenciación verdadero (*active share*) del fondo promedio de gran tamaño en Estados Unidos es del 60%:

*El fondo promedio de gran capitalización tiene un active share del 60%, lo que quiere decir que el 40% del fondo podría reemplazarse por un fondo indexado sin comisiones.<sup>35</sup>*

**¿Prueba todo esto que la gestión activa no aporta valor o, más bien, que la gestión activa es muy difícil de implementar sosteniblemente?** Me inclino, claramente, por lo segundo. Por eso, no me cansaré de repetir por qué es tan importante que la propiedad de la gestora esté totalmente alineada con el estilo de inversión del equipo gestor (como sucede en Horos) y que sus partícipes entiendan y compartan su proceso de inversión (como confiamos que también suceda en Horos).

El segundo aspecto relevante concierne, como decíamos, a los fondos indexados. En concreto, nos queda por dilucidar cómo de sostenibles son las rentabilidades esperables de estos productos y, más específicamente, de los principales índices de

<sup>35</sup> Nygren, B. (31 de diciembre de 2023). Active vs. passive: did funds meet the mark in 2023? | U.S. equity market commentary 4Q23. *Oakmark Funds*.



la bolsa americana (donde se concentran el grueso de sus activos). No son pocas las voces que han alertado sobre los riesgos de estas (y otras) dinámicas que hemos destacado en esta carta. Inversores legendarios como Peter Lynch, Seth Klarman o Michael Burry (sí, el de la película de La Gran Apuesta) han compartido en varias ocasiones sus temores.<sup>36</sup> De hecho, Burry llegó a calificar en 2019 a la inversión pasiva como burbuja, al encarecer continuamente a las grandes compañías americanas y abaratar las compañías de menor tamaño.<sup>37</sup>

Por nuestra parte, ya hicimos hincapié en nuestra última conferencia anual sobre los riesgos que veíamos en la bolsa americana (ver **aquí**), donde el imparable auge de las grandes compañías tecnológicas ha llevado a una concentración del índice sin precedentes en las últimas décadas (10 compañías suponen el 33,5% del valor del índice Standard & Poor's 500 y el casi el 20% del índice global MSCI ACWI), estando, para más inri, el grueso de los gestores activos invertidos también en estas empresas.<sup>38</sup> Aunque ya hace años que distintos estudios alertan del riesgo de mayor volatilidad futura en un mercado inelástico dominado por la gestión indexada, estoy convencido de que esta concentración en tan pocos nombres y la falta de heterogeneidad de los inversores (recuerdo **aquí** la relevancia de este factor en un sistema adaptativo complejo, como es el mercado bursátil) exacerbarán aún más la probabilidad de que se produzcan grandes shocks bursátiles futuros.<sup>39</sup>

Uno podría pensar que estas alertas son interesadas, al provenir todas ellas (incluyendo a Horos) de gestores de fondos activos. Sin embargo, aunque pueda sorprendernos, incluso Bogle llegó a alertar, un par de años antes de fallecer, sobre los peligros del auge imparable de los fondos indexados y que tanto ha beneficiado a **Vanguard**:

*Si todo el mundo se indexa, la única palabra que podrías usar es caos, catástrofe. Los mercados fallarían.<sup>40</sup>*

¿Hemos respondido con esta carta a la pregunta del inicio de por qué invertir en un fondo de gestión activa, si los fondos indexados o de gestión pasiva obtienen mayores rentabilidades con un menor riesgo? Soy consciente de que no del todo. En

<sup>36</sup> Mohamed, T. (9 de diciembre de 2021). Legendary stock picker Peter Lynch warns against passive investing after the 'Big Short' investor Michael Burry called it a dangerous bubble. *Business Insider*.

<sup>37</sup> Kim, H. y Cho, M. (28 de agosto de 2019). The Big Short's Michael Burry Sees a Bubble in Passive Investing. *Bloomberg*.

<sup>38</sup> Bahnsen, D. L. (3 de mayo de 2024). The Month of May is Here to Stay. *The Bahnsen Group*; Cobas Asset Management (8 de mayo de 2024).

<sup>39</sup> Soni, A. (29 de noviembre de 2023). The flood of money investors are putting in ETFs is distorting stock prices and worsening volatility, study says. *Business Insider*.

<sup>40</sup> Udland, M. (6 de mayo de 2017). Jack Bogle envisions 'chaos, catastrophe' in markets if everyone were to index. *Yahoo! Finance*.

los mercados, como casi todo en esta vida, nos movemos más en un lienzo de tonalidades grisáceas y no tanto en uno de brochazos blancos y negros. Dicho esto, creo que sí es evidente que los mercados presentan distintos grados de eficiencia, lo que genera continuas oportunidades de inversión. También que los fondos indexados parecen estar distorsionando el comportamiento de los mercados y que esta tendencia puede no ser sostenible. Por último, no es sencillo ser un gestor de fondos activos en un entorno como el actual, pero creo que nuestras rentabilidades como equipo gestor en los últimos doce años evidencian que se puede aportar valor (inevitablemente, con mejores y peores periodos), asumiendo un menor riesgo que al invertir sin criterio (en cuanto a su valoración se refiere) en un índice bursátil. No olvidemos que, **para que un mercado aspire a ser eficiente, siempre harán falta gestores activos que contribuyan a cerrar sus ineficiencias, obteniendo un extra de rentabilidad por ese trabajo:**

*Cuando la inversión activa sea totalmente ignorada y todos sus esfuerzos cesen, la inversión pasiva se volverá totalmente imprudente y las oportunidades de conseguir rentabilidades superiores con la gestión activa resurgirán.<sup>41</sup>*

## Movimientos más destacados

*Invertir con éxito no requiere de acciones glamurosas o mercados alcistas.*

— John Neff

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

### HOROS VALUE INTERNACIONAL

#### Reducciones/salidas:

FINANCIERO (16%) Y HOLDINGS Y GESTIÓN DE ACTIVOS (18%)

Posiciones comentadas: Fairfax India (2,8%) y AerCap (2,7%)

Este trimestre hemos reducido nuestra exposición en algunas compañías pertenecientes al sector financiero, como **Fairfax India** o **AerCap**, por su menor atractivo relativo frente a otras alternativas de la cartera u otras inversiones que hemos incorporado en el trimestre.

<sup>41</sup> Marks, H. (18 de junio de 2018). *Ídem*.

**MATERIAS PRIMAS (19%)**

Posiciones comentadas: Mistras Group (1,5%)

Por su parte, hemos reducido drásticamente nuestra inversión en la compañía americana **Mistras Group**, especializada en servicios de ensayos e inspecciones no destructivas, tras la excelente marcha de su cotización y después de rebajar nuestras estimaciones futuras de generación de caja. Aunque el equipo directivo parece estar tomando las decisiones adecuadas en cuanto a la reestructuración del negocio, generando un ahorro importante de costes y una mejora en el perfil de ingresos de la compañía, preferimos ser conservadores con nuestros números y esperar a la confirmación de estos positivos cambios en los próximos trimestres.

**OTROS**

Posiciones comentadas: Renta Corporación (0,1%)

Por último, este trimestre hemos procedido a reducir nuestra inversión (totalmente vendida en abril) en **Renta Corporación**. Se trata, sin duda, de una inversión histórica que nos ha dado muchos disgustos y muy pocas alegrías. Los resultados de este 2023 y los cambios del equipo directivo han sido la gota que ha colmado el vaso y que nos ha llevado a vender toda nuestra posición. ¿Los motivos? El deterioro significativo de algunos activos en balance (que ha llevado a la venta de inmuebles con importantes pérdidas, para mantener reducido el endeudamiento de la entidad), una política de comunicación cada vez más opaca y, especialmente, las continuas "promesas" de mejora de resultados que nunca han llegado a materializarse.

**Incrementos/entradas:****MATERIAS PRIMAS (19%)**

Posiciones comentadas: TGS (3,6%) y Acerinox (2,2%)

La primera entrada a destacar en el trimestre es la de **Acerinox**. La compañía de acero inoxidable, presente en nuestro fondo Horos Value Iberia, se está viendo penalizada, junto con el resto del sector, por la debilidad en la demanda que presenta su negocio en Europa desde hace varios trimestres, tanto por la caída de la demanda real, como la derivada de la acumulación de inventarios realizada por sus clientes para cubrirse de los cuellos de botella persistentes en los últimos tiempos. No obstante, la situación parece estar llegando a su fin y, al menos, deberíamos esperar un suelo y una paulatina recuperación de este mercado. Por otro lado, **Acerinox** cuenta con una envidiable posición competitiva en Estados

Unidos, donde las dinámicas son mucho más favorables para la compañía. Adicionalmente, la entidad presenta una posición financiera muy saludable, que le está permitiendo realizar adquisiciones generadoras de valor para sus accionistas en segmentos de mayor valor añadido. Así, en 2020 Acerinox adquirió **VDM Metals** (empresa alemana de fabricación de productos y soluciones de aleaciones de alto rendimiento) y, más recientemente, anunció un acuerdo de compra de la compañía americana **Haynes International** (pendiente aún de aprobación por los distintos reguladores). Todo ello, unido a una valoración muy atractiva, nos ha animado a incorporar la compañía en nuestra cartera internacional.

Por su parte, al igual que sucedió en el pasado trimestre, la persistente debilidad en la evolución de **TGS** nos ha animado a incrementar más nuestra exposición a esta compañía de servicios de datos para industria del petróleo y del gas. El retraso en la materialización de algunas inversiones por parte de sus clientes ha servido de excusa para una corrección que no vemos justificada.

#### FINANCIERO (16%)

Posiciones comentadas: Catalana Occidente (5,0%)

La excelente evolución de resultados de la aseguradora española **Catalana Occidente**, especialmente meritoria en el ramo de automóvil (la compañía genera consistentemente beneficios en un entorno en el que el resto de entidades cotizadas españolas está sufriendo pérdidas), así como las potenciales sinergias de la adquisición de Mémora, la creciente acumulación de exceso de capital en el balance, los ahorros de costes que el grupo va a conseguir con las prejubilaciones de gran parte de la plantilla y, todo ello, unido a una cotización que prácticamente no se ha alterado en los últimos años, nos ha llevado a incrementar nuestra inversión en esta compañía. Como siempre, nos gustaría ver una mayor decisión por parte del equipo directivo de **Catalana Occidente** a la hora de destapar el enorme potencial que no parece percibir el mercado (sin duda, una recompra de acciones sería la mejor decisión). Sin embargo, parece que tendremos que seguir confiando en que aparezca el ansiado movimiento corporativo que ponga a trabajar los más de mil millones de euros "ociosos" que, desde hace tiempo, acumula la compañía en su balance y que, posiblemente, contribuyan a poner en precio parte de este valor.

#### OTROS

Posiciones comentadas: Naspers (4,4%), Nordic Paper (2,0%), LNA Santé (1,8%) y Aubay (1,4%)

Este trimestre, hemos incorporado también a nuestro fondo las compañías francesas **LNA Santé** y **Aubay**. La primera es una entidad fundada en 1990 que se dedica a la gestión de residencias de ancianos, centros de rehabilitación y de salud, clínicas psiquiátricas y atención médica domiciliaria. **LNA Santé** gestiona 49 residencias de ancianos en Francia (mayoritariamente) y Bélgica, así como 24 clínicas de salud y 10 estructuras de hospitalización domiciliaria. Además, se han incorporado recientemente al mercado de Polonia con la adquisición de dos centros de rehabilitación. En total, la compañía cuenta con alrededor de 9.400 camas y 85 centros. La oportunidad de inversión surge porque el sector sanitario ha vivido una sucesión de problemas sin precedentes, como la pandemia del coronavirus, escándalos por malas *praxis* (que no han implicado a **LNA Santé**, pero sí a otras entidades como **Orpea**) y una importante inflación de costes que no han podido contrarrestar con incrementos en los precios (una parte importante de los precios se fijan por regulación). Todo ello, unido a un histórico elevado endeudamiento de las compañías que operan en esta industria por su teórica estabilidad, ha llevado a quiebras y a importantes desmoronamientos bursátiles.

Pese a todo, la gestión de balance más conservadora de **LNA Santé**, así como unas mejores prácticas en la gestión de sus centros, le han permitido sortear esta crisis sectorial con unos resultados sólidos, a la par que han ido aprovechando la coyuntura para realizar un crecimiento inorgánico. Por otro lado, al igual que sucede en otros muchos países, las dinámicas demográficas en Francia son un viento de cola estructural para este negocio. Por último, es importante destacar que la compañía está controlada en algo más del 60% por las familias fundadoras y los empleados, lo que garantiza una buena alineación de intereses con el resto de los accionistas. Todos estos factores, unidos a la fuerte corrección vivida por **LNA Santé** los últimos tiempos, nos han animado a invertir en esta compañía.

Por otro lado, **Aubay** es una compañía familiar de servicios IT francesa fundada en 1997 y presente en 7 países europeos, facturando algo más de la mitad del negocio en Francia y la otra mitad en el resto de las geografías. Al igual que sucede con **LNA Santé**, **Aubay** está controlada al c. 60% por las familias fundadoras, lo que alinea los intereses de la gestión de la empresa con los de los accionistas. La compañía opera en diversos sectores, aunque siempre con una mayor exposición al sector financiero (60% de los ingresos), destacando entre sus clientes entidades como **BNP Paribas**, **Crédit Agricole** o **Banco Santander**. La tipología de servicio de **Aubay**, donde la reputación y ciertos costes de sustitución juegan un papel relevante, permite que cuente con una muy reducida rotación de clientes. Por otro lado, hablamos de un negocio con escaso capital empleado y, por tanto, elevados retornos sobre el capital invertido, que ha vivido un viento de cola estructural derivado de la continua digitalización de procesos y búsqueda de mayor

productividad en todas las industrias. En el caso de **Aubay**, la oportunidad de inversión se ha originado por la presión en márgenes que está viviendo el sector ante el parón de inversiones de algunos de sus clientes, derivado de la incertidumbre económica. A los precios a los que hemos invertido, pensamos que el mercado está descontando una merma permanente en los márgenes operativos del negocio, así como un nulo crecimiento en sus ventas. En nuestra opinión, la calidad de **Aubay** y su posicionamiento deberían permitirle recuperar su histórica rentabilidad y volver a la senda del crecimiento, por lo que hemos decidido iniciar esta nueva posición en el fondo.

Por su parte, hemos incrementado nuestra posición en el holding de plataformas tecnológicas **Naspers** y en la compañía productora de papeles *kraft* y antigrasa **Nordic Paper**. En el caso de **Naspers**, la penalización vivida por las compañías chinas (recuerdo que **Naspers** tiene un interés económico del 43% en **Prosus**, que, a su vez, ostenta una participación del c. 25% en el gigante tecnológico chino **Tencent**) ha arrastrado a también su cotización. Ante las positivas perspectivas del negocio de Tencent para los próximos años, la atractiva valoración de **Naspers** y su excelente gestión de capital a lo largo de los últimos dos años (vendiendo acciones de **Prosus** que, al mismo tiempo, vende acciones de **Tencent**, para recomprar acciones de **Naspers** con descuento), nos ha llevado a incrementar nuestra exposición a esta excelente compañía.

En cuanto a **Nordic Paper**, la compañía anunció su intención de buscar un comprador, tras informar **Shanying International Holdings** (su principal accionista) la intención de vender su participación del 48,16%. Aunque no es una parte especialmente relevante en nuestra tesis de inversión (ver [aquí](#)), siempre hemos comentado que este movimiento tendría todo el sentido, ya que la inversión de la empresa china en **Nordic Paper** ha terminado siendo meramente financiera, sin aportar ningún tipo de sinergia a su negocio. Este anuncio, unido a una mejor marcha del negocio de lo que esperábamos, nos ha llevado a elevar algo nuestra inversión en la compañía nórdica.

## HOROS VALUE IBERIA

### Reducciones/salidas:

#### INMOBILIARIO/ACTIVOS REALES (10%):

Posiciones comentadas: Renta Corporación (0,3%)

A lo largo del mes de abril hemos procedido a liquidar esta inversión por los motivos ya expuestos en Horos Value Internacional.

### Incrementos/entradas:

#### OTROS

Posiciones comentadas: Catalana Occidente (7,2%) y Meliá Hotels International (4,3%)

Este trimestre, las dos compañías que más han visto incrementado su peso en el fondo son **Catalana Occidente** y **Meliá Hotels International**. Aunque no hemos comprado nuevas acciones de estas compañías, su mejor evolución relativa en el periodo ha contribuido a esta mayor exposición. Los fuertes resultados publicados por estas entidades y sus excelentes perspectivas para los próximos años nos han llevado a incrementar nuestra valoración y, consecuentemente, nuestro peso en ambas.

## Actualidad

Este 2024 hemos decidido, tras barajar distintas alternativas, dejar de reportar la evolución de los **índices comparables** de nuestros fondos de inversión. Antes de proseguir con la razón que nos han llevado a proceder así, me gustaría recordar que las rentabilidades que hemos acumulado en los casi 12 años de histórico como equipo gestor han sido de un 287% y un 217% o, lo que es lo mismo, un 12,0% anualizado en la estrategia internacional y un 10,5% en la estrategia ibérica. Unas cifras superiores al 11,7% y un 7,75% anualizado de sus índices comparables.<sup>42</sup> Dicho esto, el motivo para dejar de compararnos no es otro que los costes que deberíamos asumir para poder continuar haciendo referencia al comportamiento de estos índices. Estos costes resultan del todo inasumibles para una gestora de nuestro tamaño y, más aún, cuando esta información siempre se ha utilizado con el fin de facilitar la comparación de nuestros fondos con la alternativa de invertir en algún mercado que se pueda asemejar a sus carteras (algo muy relativo, dado nuestro carácter activo). Aunque hemos estudiado la posibilidad de utilizar otras referencias menos costosas, la composición y evolución de estos nuevos índices

---

<sup>42</sup> Información a 7 de mayo de 2024. 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.

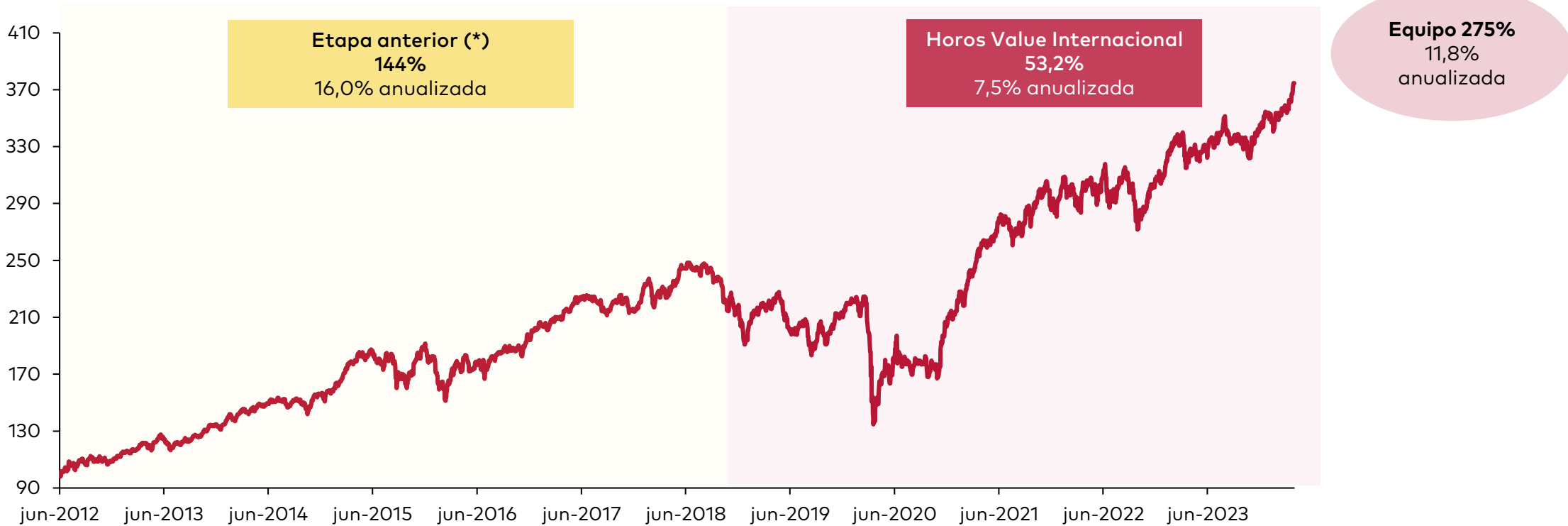
carecían de todo sentido. Por todo ello, desde este ejercicio nuestra documentación comercial presentará, exclusivamente, la evolución de nuestros fondos de inversión.

En cuanto a la actividad más destacable de Horos en lo que llevamos de año, este trimestre tuve el placer de ser entrevistado por Luis Miguel Ortiz para su podcast **Inversor Racional** (ver [aquí](#)), donde profundizamos sobre la valoración de empresas y la gestión de capital de los equipos directivos. Así mismo, nuestro analista Diego se "estrenó" públicamente, al presentar nuestra tesis de inversión en LNA Santé, en el webinar **Buscando Valor** organizado por Rankia (ver [aquí](#)). Por último, nuestro consejero delegado, José María Concejo, comentó aspectos relevantes de nuestras carteras y filosofía de inversión en la siguiente entrevista de **Capital Radio** (ver [aquí](#)).



# Rentabilidades

## Rentabilidad histórica del equipo gestor en la **estrategia internacional**



Los datos engloban el periodo 31 de mayo de 2012 a 31 de marzo de 2024.

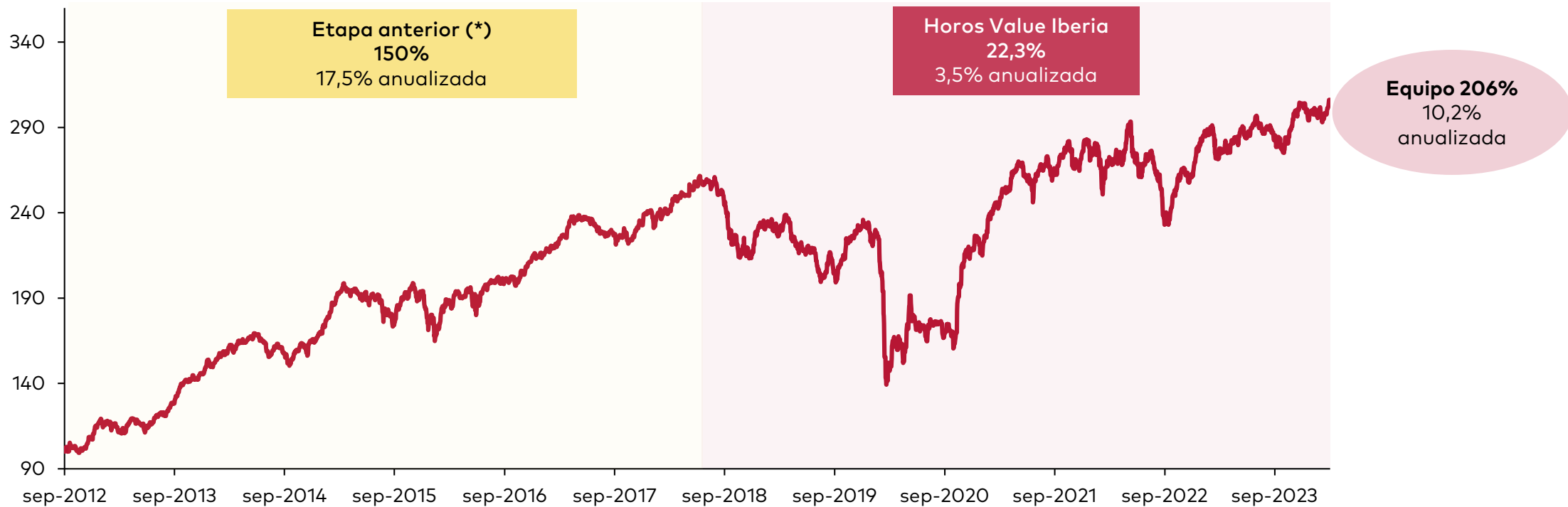
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de mayo de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

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](http://www.horosam.com)

# Rentabilidades

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



Los datos engloban el periodo 30 de septiembre de 2012 a 31 de marzo de 2024.

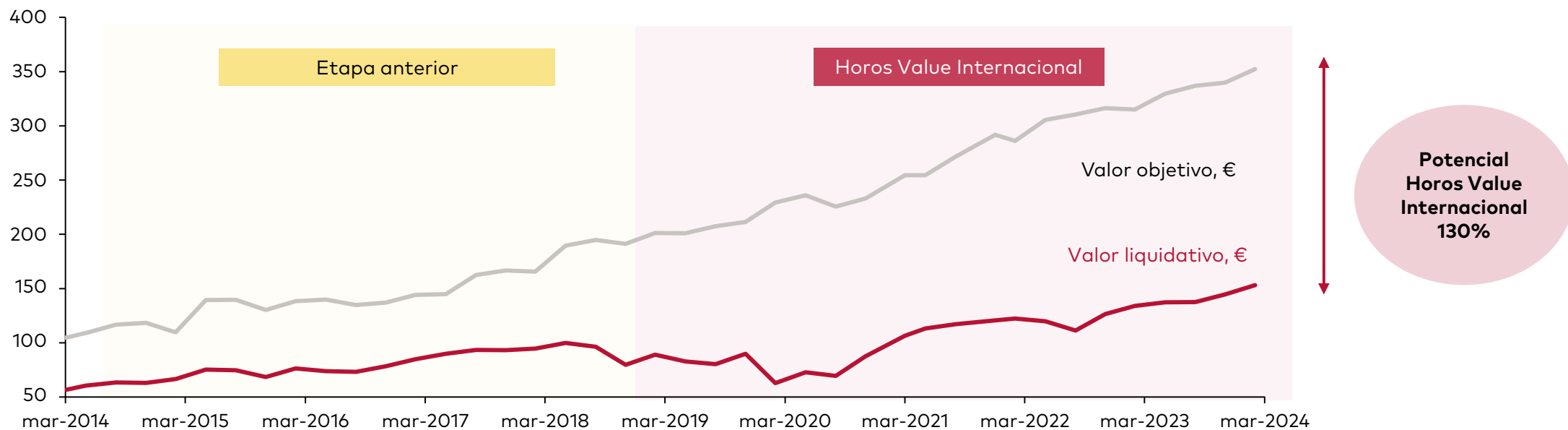
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de septiembre de 2012, hasta el 22 de mayo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

# Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



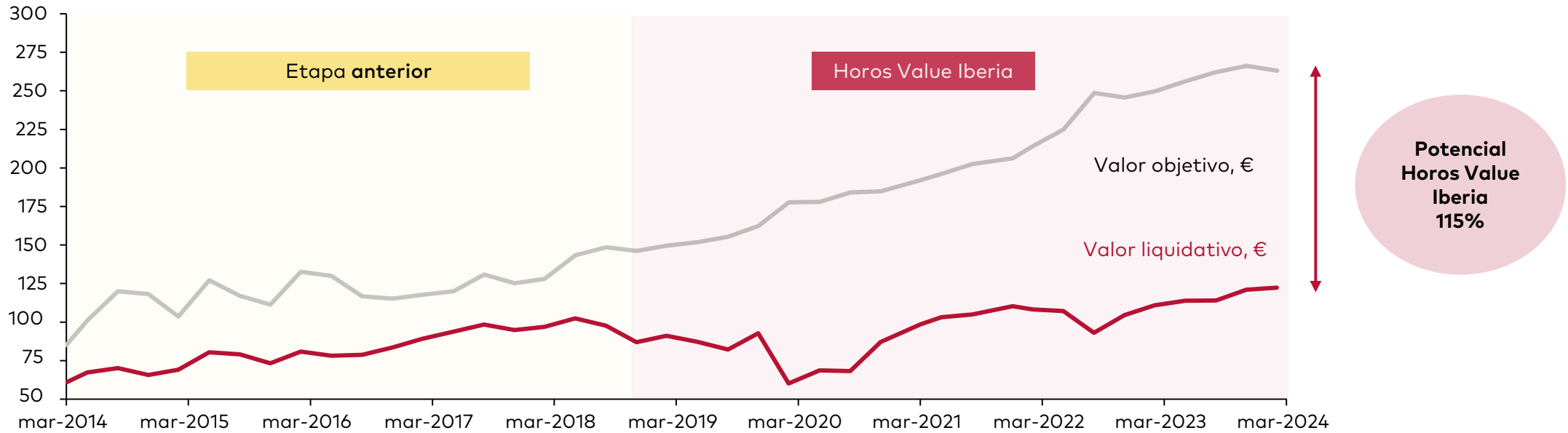
Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 31 de marzo de 2024.

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 31 de marzo de 2024.

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 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

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Catalana Occidente	5,0%	Financiero
Naspers	4,4%	Plataforma
ALD Automotive	3,9%	Financiero
Talgo	3,7%	Industrial
TGS Nopec	3,6%	MMPP
Semapa	3,6%	Holding
Atalaya Mining	3,2%	MMPP
Spartan Delta Corp	3,2%	MMPP
Fairfax India	2,8%	Holding
Gestamp Automocion	2,7%	Industrial

**Top 10 posiciones**  
Horos Value Iberia

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Catalana Occidente	7,3%	Financiero
Semapa	6,8%	Holding
Horos Value Internacional	6,1%	Otros
Alantra Partners	6,0%	Financiero
Iberpapel	5,9%	Industrial
Talgo	5,1%	Ingeniería
Meliá Hoteles	4,3%	Consumo cíclico
Atalaya Mining	4,3%	MMPP
Gestamp Automocion	4,2%	Industrial
Aperam	4,2%	MMPP