

Estimado partícipe,

Dado que desde mediados de junio hasta otoño no tenemos podcast, nos ha parecido un buen momento para volver con nuestras cartas trimestrales iniciadas a finales de 2025, para profundizar un poco más en la situación de mercado y las decisiones de cartera, de manera adicional al resumen habitual de la ficha trimestral.

El flujo de dinero (y atención) del mercado

Desde finales de 2022 hasta el segundo trimestre de 2025, nuestra cartera obtuvo un 48% de retorno, lo que hasta ese momento había sido una media anual satisfactoria y 6 puntos por encima del MSCI World en Euros. Desde los aranceles de Trump en aquel segundo trimestre de 2025, el índice nos ha sacado 30 puntos, por lo cual creo que es necesario analizar en detalle lo que está sucediendo en el mercado, para saber si nos estamos equivocando en nuestras inversiones.

En primer lugar, debemos identificar los factores principales que están tirando de los índices. En los últimos tiempos, ha habido varias circunstancias concretas que han favorecido al mercado y que relativamente, a nosotros nos han perjudicado: Dos conflictos geopolíticos en 4 años en zonas relevantes para el suministro energético global, han favorecido a las compañías de *oil & gas*; esto ha ocasionado una inflación persistente por encima del objetivo de los bancos centrales, lo cual ha beneficiado al sector financiero por un entorno de tipos de interés más altos por más tiempo; la ola de *CapEx* de la IA ha tirado de sectores “físicos”, no solo semiconductores, sino también otros sectores intrínsecamente cíclicos como construcción, fibra óptica, componentes eléctricos, turbinas de generación o refrigeración, además de retroalimentar el círculo virtuoso de la energía; y una economía sorprendentemente resistente también ha fomentado la revalorización de sectores cíclicos como la banca y la construcción, al tiempo que ha borrado del guion la posibilidad de bajadas de tipos, al menos a corto plazo.

En resumen, una configuración no solo positiva para el “*growth*”, de la mano de tecnológicas (semiconductores, memoria, infraestructura IT), sino también paradójicamente para sectores puramente “*value*”, como materiales, energía, banca y demás sectores históricamente cíclicos.

Y en este escenario tan complejo, ¿cuál ha sido el único factor perjudicado?

Las empresas de calidad, con negocios no dependientes del ciclo económico, resistentes, con márgenes altos y ventajas competitivas, no identificadas como ganadoras de la IA, y que además en un entorno de tipos persistentemente altos ven los múltiplos sobre sus beneficios deprimidos, están siendo las olvidadas del mercado.

Software de necesidad crítica, *streaming* de vídeo y audio por suscripción, agencias de *rating* y servicios de información, bolsas de negociación globales y adquirientes en serie a los cuales un mayor coste de capital les perjudica, están siendo los grandes perdedores del mercado en los últimos tiempos. Y es en esos sectores donde tenemos invertidos una gran parte de nuestros ahorros.

El valor acumulándose

Una posible amenaza para el valor de nuestras inversiones sería observar cómo no solo el mercado castiga la cotización de alguna de nuestras empresas, sino ver al mismo tiempo cómo nuestros negocios se van deteriorando. Si ver al mercado hacerlo mejor que nosotros durante los últimos tiempos es difícil, más todavía lo sería ver a nuestras empresas ganar menos dinero cada año conforme va pasando el tiempo. Eso pondría a prueba nuestra convicción sobre las posiciones de nuestra cartera. Pero esto dista mucho de la realidad.

Esta misma semana han presentado resultados dos de nuestros negocios menos agraciados por el mercado durante el último año y medio, Lifco (adquiriente en serie, conglomerado industrial) y Vitec (*software* vertical). Ambas han reportado crecimientos de beneficios operativos y flujo de caja en el entorno del 15% anual. Estos crecimientos de doble dígito en métricas clave están siendo la constante en los resultados de otras de nuestras inversiones que no lo están haciendo bien en el mercado últimamente, como Constellation, Topicus, Adobe, SAP, Nemetschek, Spotify, Netflix y tantas otras...

Hemos publicado reiteradamente sobre el efecto temporal de la variación de los múltiplos sobre beneficios en la rentabilidad de una inversión, pero creo que vale la pena insistir sobre ello. Las narrativas del mercado sobre un sector concreto, afectan en gran medida a corto plazo sobre el número de veces que el mercado está dispuesto a pagar sobre los beneficios de una empresa, y, en consecuencia, al retorno inmediato. Pero a largo plazo, las cotizaciones SIEMPRE terminan siguiendo a los beneficios y al flujo de caja unitario por acción. Nuestras empresas, en un escenario de tipos de interés más elevados, siguen componiendo a tasas más que aceptables, así que el valor real sobre nuestros ahorros se sigue acumulando conforme pasa el tiempo.

De hecho, revisando una a una las inversiones que hemos hecho desde hace años, en realidad hace tiempo que no cometemos grandes errores. Comprobando una y otra vez nuestro proceso, el hecho es que no tenemos grandes perdedores, trampas de valor, inversiones con un desarrollo fundamental mucho peor de lo que esperábamos. Así que una de las conclusiones que podemos sacar sobre la mala racha del factor calidad, es que nuestra “mala época” de un -1% en 2025 y un -5% en 2026 en el momento de escribir estas líneas, ha sido gracias en parte a grandes aciertos en compañías expuestas a sectores que sí cuentan con la gracia del mercado en estos momentos: Diploma (adquiriente en serie con exposición a sector aeroespacial y fibra óptica); Halma (con una filial importante dedicada a la fotónica para centros de datos); Alphabet (cambiando rápido la narrativa del mercado de perdedora a ganadora en la carrera de la IA); Tesla (IA física para conducción autónoma y robótica humanoide); o ASML Holding (monopolio absoluto en la maquinaria que utilizan las fábricas de los chips más avanzados del mundo).

Pero el punto es que, más allá de estos ganadores de nuestra cartera de los últimos tiempos, el conjunto restante lo ha seguido haciendo bien a nivel fundamental. El valor, está acumulándose.

La perseverancia donde encontramos el valor

Una de las grandes conclusiones de nuestro proceso inversor a lo largo de los últimos años, es que Acción Global debe ser la pata “*quality*” de los clientes de Acción Inversiones. Mientras nos resulta satisfactorio ver como las patas de crecimiento y valor de nuestros socios se revalorizan (y más satisfactorio les resulta a ellos), debemos asegurarnos de que cuando los flujos del mercado cambien, si el dinero se protege en las empresas de calidad (algo esperable, ya sea porque el ciclo de capital de la IA cambie de dirección o porque la economía se ralentice temporalmente), nuestra cartera se vea beneficiada. Y uno de los riesgos principales que podríamos correr, sería que eso no sucediese cuando llegue el momento (imposible de predecir), porque hubiésemos capitulado persiguiendo lo que sí lo está haciendo bien en estos momentos. El mismo riesgo que habrían corrido los inversores en

valor a finales de 1999 o a finales de 2021, si hubiesen virado en su estrategia en vez de perseverar y esperar pacientemente.

Una de las ventajas de que tu factor principal de inversión lo esté haciendo mal en el presente, es que sueles encontrar más oportunidades de las que cumplen tus criterios de inversión, a una valoración razonable.

Así, durante los últimos meses, hemos tenido la oportunidad de construir poco a poco una “cesta *quality*”, en negocios de altísima calidad, a valoraciones que no habíamos podido encontrar durante los últimos 10-15 años. Algunos ejemplos de ellos son CME Group (monopolio absoluto en varios tipos concretos de derivados y ventaja competitiva por círculo virtuoso de liquidez muy difícil de disrumir), FICO (negocio hiper ligero de activos y estándar de oro en los *scorings* de crédito en Estados Unidos), Moody’s (oligopolio de *ratings* de crédito) o Ryan Specialty (líder en *brokeraje* de seguros no regulados). Hay más en esta cesta (cuando un factor completo se pone a tiro, creemos que lo acertado es diversificar), y cada uno de ellos tiene todavía un peso pequeño en cartera, pero su conjunto supone ya prácticamente un 5% de nuestros ahorros (si tenemos en cuenta Visa, Tradeweb y MSCI, nos iríamos por encima del 11% en negocios de los que “ven las crisis desde un balcón”). Iremos comunicando sobre cada uno de ellos conforme se ganen el peso en cartera para ser suficientemente significativos.

¿Cómo hemos financiado esta perseverancia en Quality?

Una de las conclusiones principales de los numerosos ejercicios que hemos hecho de simulación de cartera y “*backtest*” durante estos últimos años, es que el peso de unos pocos grandísimos ganadores se diluye a lo largo del tiempo por la normativa de diversificación de los fondos de inversión UCITS. Si bien a un inversor particular (y a los índices) puede rentarles mucho con el paso de los años estar expuestos a unas pocas inversiones muy asimétricas a pesar de tener una tasa de errores elevada, cuando tu mayor posición tiene que estar limitada sistemáticamente al 10% de la cartera, las reglas del juego cambian notablemente. Sin entrar en muchos detalles para no extender innecesariamente esta carta, básicamente para nosotros es mucho mejor a largo plazo tener bastantes inversiones moderadamente rentables, y una tasa de errores baja, que jugar a tener unos pocos grandes ganadores que tendríamos que cortar sistemáticamente y asumir así en ese camino una tasa de errores más elevada (lo cual es inevitable cuando buscas ese tipo de inversiones, experimentado ya en 2022).

Así pues, creemos que una cartera de más negocios, algo más diversificada, de posiciones más pequeñas que tengan un largo recorrido para componer, pero con visibilidad mucho más alta, es el camino para la pata de calidad de nuestros clientes. Y en esta línea va la cesta de empresas de altísima calidad mencionada anteriormente.

De manera inevitable, esta construcción progresiva de una cartera de más calidad y más diversificada, exige algunos sacrificios. Esto está directamente reñido con la necesidad que hemos comentado repetidamente de dejar correr a los ganadores... Pero en nuestro ejercicio de valoración constante, al tratar de identificar cuáles serían las empresas de nuestra cartera que teniendo un grandísimo rendimiento en los últimos tiempos (y también una expansión de múltiplo), podrían ser perjudicadas en un eventual cambio en los flujos del mercado, Tesla, Alphabet y ASML han sido algunas de las posiciones que hemos elegido para reducir parcialmente su peso en cartera y así poder aprovechar las numerosas oportunidades infravaloradas que estamos encontrando.

Es tremendamente complicado a nivel emocional ir a contrapié del mercado, ser capaz de vender parcialmente precisamente lo que está funcionando para sembrar en donde el mercado no mira, y de hecho casi siempre te perjudica a corto plazo, pero creemos que esta es la decisión correcta para tener todavía más visibilidad en que el conjunto de nuestra cartera lo hará muy bien cuando el mercado vuelva a pagar por la calidad.

Indexa Capital

La incorporación más relevante a la cartera de los últimos tiempos, más allá de la cesta *quality* anteriormente mencionada, ha sido Indexa. Comunicamos en nuestra ficha del primer trimestre de este año que habíamos tomado una posición inicial en la empresa, y posteriormente tuvimos la suerte de poder completar la posición durante el trimestre que acaba de finalizar, a un precio medio total de 12,60€ por acción. Poseemos en estos momentos un 0,25% del capital de Indexa (lo cual es un logro en una compañía tan ilíquida), lo cual supone un 2,7% de nuestros ahorros.

Invertir en compañías en las que el consenso del mercado ya es unánime sobre su calidad, a precio razonable, tiene una exigencia emocional (o el “estómago” de soportar el tiempo en el que el mercado no te está dando la razón) y analítica (para lograr diferenciar los factores coyunturales que presionan la cotización y ofrecen esa oportunidad a nivel de valoración atractiva, de los estructurales que afectarían al valor terminal). Pero invertir en negocios en los que la calidad todavía no es evidente, en los que los números todavía no muestran lo que puede llegar a ser una empresa en el futuro, normalmente entraña un nivel de dificultad superior. Pero creemos que en algunos casos, la recompensa también puede serlo. Creemos que Indexa es uno de esos extraños casos de inversión.

¿Cuáles son algunos de nuestros “*checks*” principales para identificar un negocio de calidad? Visibilidad en sus ingresos, márgenes operativos y retornos sobre el capital invertido elevados, ventajas competitivas que protejan esos retornos, pocas necesidades de reinversión para crecer orgánicamente, equipo gestor enfocado y alineado con nosotros...

Veamos el caso de Indexa.

Durante los últimos años, está siendo muy satisfactorio para nosotros observar un incremento notable en las inquietudes inversoras de la sociedad española. Nuestra generación (y especialmente la siguiente), se ha dado cuenta de que para protegerse de la inflación y especialmente ganar poder adquisitivo con el paso del tiempo, no es suficiente con confiar en tu banco comercial habitual. Esto ha generado una macro-tendencia estructural que juega a favor de entidades como, no solo Indexa, sino también MyInvestor, Revolut, Trade Republic o DeGiro.

A mayores, no hace falta exponer aquí las ventajas de la indexación para un inversor que no solo no quiere estar pendiente, porque no tiene el tiempo o los conocimientos, sino tampoco pagar la comisión de un asesor especializado o de un gestor activo. Los buenos resultados, y una plataforma sencilla en el “*onboarding*” con muy poca fricción, va fomentando que clientes contentos inviten a otros clientes nuevos. El foco absoluto del equipo gestor en la tecnología poco “*fancy*” pero muy amigable con el usuario y que no falla nunca, ha convertido la plataforma de Indexa en una máquina de escalar. Indexa gestiona hoy más de 5.000 millones con los mismos 50 empleados que cuando tenía menos de 1.000 millones.

En cuanto a la visibilidad, resulta que los inversores que están contentos con su servicio, hacen aportaciones sistemáticas mensuales y, además, hablan habitualmente de su experiencia con su entorno cercano. Hoy Indexa capta unos 160 millones al mes en activos, una cifra muy superior a la que recibía cada mes hace unos años... cantidad a la cual por supuesto hay que añadir los retornos anualizados de doble dígito del mercado a largo plazo.

Indexa ha tenido desde sus inicios grabado a fuego en su misión el ser el proveedor de más bajo coste del sector, con lo que podría llegar nueva competencia (y creemos que aun así, no sería una amenaza real para su negocio, dado que la gran banca comercial sigue captando muchísimo más dinero cada mes del que capta Indexa), pero si la empresa decide bajar los *fees* que cobra anualmente, será una decisión voluntaria para hacer crecer todavía más su negocio, pero ni de lejos porque se vea empujada a ello (el competidor más cercano sigue todavía muy por encima en costes).

Todo ello apuntalado por un equipo gestor ambicioso pero humilde, que como dijo Unai Asenjo en nuestro podcast, ha estado enfocado desde el inicio en construir “ladrillos de confianza”, con un *mix* de conocimientos de mercado financiero, emprendimiento, tecnología y regulación, además de una alineación total de intereses (poseen en estos momentos entre los tres socios fundadores cerca de un 50% de las acciones), que nos hace dormir muy tranquilos como socios suyos.

Y todo esto, ¿en qué resulta?

Indexa publicó un plan de negocio en 2024 en el que apuntaban a un incremento de activos a una tasa compuesta del 25% anual, con un objetivo de 10.000 millones bajo gestión en 2030. En 2025, en un año modesto del mercado, esta tasa fue del 45%. A cierre de junio, llevan un +30% en los 6 meses que han transcurrido de este 2026... Vemos bastante probable que alcancen el objetivo del plan de 2024 unos dos años antes de lo previsto. Mientras tanto, sus gastos operativos crecerán (por decisión propia para hacer crecer más el negocio, no porque lo necesiten) en tasas aproximadas al 20%...

Nuestra conclusión en Indexa es que, aunque parece ópticamente cara en 2026, hemos construido una posición de altísima calidad, a unas 10 veces los beneficios operativos de 2028... y nos cuesta mucho ver cómo el mercado podría valorar esto a menos de 20x... Así que tenemos una gran visibilidad de duplicar nuestra inversión en dos años, desde nuestro precio de compra. Por supuesto, somos plenamente conscientes de que cuando experimentemos un mercado bajista, el proceso se ralentizará en cierta medida, pero no cambiará el resultado final.

Pero el mayor fruto, no viene en 2028. Sin querer caer en los cuentos de la lechera, creemos que Indexa es una compañía con muy altas probabilidades de componer nuestros ahorros a una tasa anual muy elevada, no a dos, si no a 10 años o más... dado el tremendo apalancamiento operativo que se va a producir al tener una gran visibilidad en el crecimiento de ingresos, con muy pocas necesidades de gasto adicional. Los márgenes operativos de la compañía, en un futuro no muy lejano, no se van a parecer en nada a los que ha estado reportando estos últimos años.

Quién nos iba a decir que podríamos encontrar un negocio de tan alta calidad en el que invertir desde sus etapas iniciales, tan cerca de nosotros, en el BME Growth de España. Pero precisamente nuestro trabajo reside en buscar calidad, a precio razonable, allá donde se encuentre.

Espero que paséis un feliz verano.

Os envío un fuerte abrazo,

Javier Acción

Acción Inversiones