



Aion Investment Primer Semestre 2024

*Rentabilidades en euros

	1S 2024	2023	Total	Anual
AION INVESTMENT	43.40%	45.8%	109.1%	63.5%
Rentabilidad Objetivo	7.10%	15.0%	23.2%	14.9%
Índice Global	15.1%	15.9%	33.3%	21.1%

En los primeros seis meses de 2024, el buen tono de los mercados se mantuvo, apoyado por un entorno de mayor confianza y por la fortaleza de la bolsa estadounidense. A escala global, el **MSCI World en euros** acumuló una rentabilidad del **15 %**, mientras que el **S&P 500 en euros** avanzó alrededor de **+19,8 %**. Este movimiento estuvo liderado por un grupo reducido de grandes compañías (Apple, Microsoft, Google, Amazon, Nvidia, Meta y Tesla) que concentraron buena parte del crecimiento del índice, apoyadas tanto en sólidos resultados empresariales como en las expectativas generadas por sus fuertes inversiones en inteligencia artificial. Al mismo tiempo, la expectativa de una futura normalización de los tipos de interés reforzó el apetito de los inversores por la renta variable y otros activos de riesgo.

Aunque nuestras compañías en cartera no pertenecen al sector que más ha brillado en el mercado, la inteligencia artificial, logramos una **rentabilidad destacada del 43,4 % durante el primer semestre**, como resultado de los sólidos resultados reportados por nuestras compañías. Las principales contribuciones provinieron de **Terravest**, con una revalorización del **62 %**, **FitLife Brands**, con un **60 %**, y **Hipgnosis Songs Fund**, un **41 %** en una situación especial que se resolvió en apenas tres meses.

Cartera Actual:

Nombre Empresa	Peso
TerraVest Industries	22.8%
Mader Group	22.7%
FitLife Brands	18.9%
Spyrosoft	16.0%
Monarch Cement	10.5%
Clarus	8.9%



Al analizar la composición actual de nuestra cartera, destaca un rasgo común: la mayoría de nuestras posiciones corresponden a empresas de **capitalización inferior a 1 billón**, comúnmente conocidas como **small caps**. En términos relativos, se trata de compañías más pequeñas que las incluidas en los principales índices bursátiles. Sin embargo, varias de estas empresas tienen **operaciones internacionales**, cuentan con miles de empleados y poseen **instalaciones de producción o centros operativos en distintas regiones**, lo que les permite mantener negocios consolidados y diversificados.

Si bien **nuestra filosofía de inversión no se limita por sector, tamaño o geografía**, las **compañías pequeñas** suelen ocupar una **parte significativa de nuestra cartera**. No se trata de una preferencia deliberada, sino del segmento en el que con mayor frecuencia detectamos **ineficiencias y oportunidades atractivas**. Además, en este ámbito contamos con una **ventaja estructural**: las grandes gestoras, debido al **tamaño de los activos que manejan**, no pueden invertir de manera significativa en estas empresas, lo que se traduce en **menor seguimiento por parte de analistas y precios menos eficientes**. En entornos como este, consideramos que podemos **generar un valor diferencial**.

Invertir en pequeñas compañías exige **paciencia, foco y disciplina empresarial**. Su menor volumen y liquidez suele provocar **mayor volatilidad en el corto plazo**, generando más ruido y movimientos que no necesariamente reflejan la evolución real del negocio. Esto requiere una **mayor concentración y seguimiento cercano** del desempeño operativo y perspectivas en estas compañías.

Además, la paciencia se vuelve un elemento crítico porque **una empresa pequeña no se vuelve atractiva o invertible para grandes institucionales de un año para otro**. Se necesita **tiempo, ejecución consistente y resultados verificables** para que, de manera gradual, aumente la liquidez, la cobertura de analistas y el volumen de negociación. **Cuando el desempeño empresarial se consolida, el mercado suele ponerse al día por sí mismo**. Por otro lado, invertir en *small caps* de **geografías e industrias muy distintas** nos permite alcanzar una **diversificación real**. Los modelos de negocio quedan altamente descorrelacionados entre sí. Por ejemplo, en nuestra cartera no existe relación entre el mercado de **cemento en Kansas (Monarch Cement)**, los servicios de **tecnología en Polonia y Europa del Este (Spyrosoft)** o la fabricación de **tanques industriales en Canadá (Terravest)**. Aunque en el corto plazo puedan mostrar correlación debido a factores de liquidez general del mercado, en el largo plazo su desempeño responde a motores económicos independientes. Esto nos permite lograr **una diversificación significativa**, aun manteniendo **una estrategia con un número reducido de posiciones**.

Fairfax Financial (FFH):

A diferencia de informes semestrales anteriores, en esta ocasión no hablaremos de las empresas que mantenemos en cartera, sino de aquellas que **hemos decidido vender**. Considero que las decisiones de desinversión requieren **mayor reflexión y transparencia**, ya que reflejan cómo evaluamos continuamente el valor y el potencial de cada negocio. Como podrán notar, nuestras dos posiciones más importantes de los últimos periodos han sido **totalmente desinvertidas**. La primera de ellas es **Fairfax**, una compañía que durante años ocupó un lugar central en nuestra estrategia. Siempre he valorado su **cultura**

directiva, y en particular la disposición del equipo gestor a **reconocer errores pasados y ajustar su estrategia en consecuencia**.

Aunque la valoración ya empezaba a estar ajustada, ese no fue el motivo principal para vender. Salimos de la posición alrededor de **1.300 dólares por acción**, aproximadamente **1,5 veces su valor en libros**. Lo que realmente impulsó nuestra decisión fue el informe de **Muddy Waters**, un reconocido vendedor en corto. Aunque varios de sus argumentos me parecieron incompletos o exagerados, su análisis actuó como detonante para revisar con mayor profundidad la contabilidad de Fairfax y reevaluar nuestro nivel de convicción.

En ese proceso identificamos algunos elementos que, sin constituir fraude, sí reflejaban **una contabilidad agresiva**. El caso más evidente fue la participación en **Quess Corp**: Fairfax la mantenía en libros por cerca de **1.000 millones de dólares**, mientras que el **valor de mercado de la empresa completa** rondaba los **477 millones**. Esa diferencia, un **87 % por encima del precio observado en Bolsa** no se justificaba por fundamentos operativos, sino por valoraciones internas excesivamente optimistas.

Si bien estas prácticas son aceptadas bajo el **Equity Method** según los estándares **IFRS**, sus efectos no son menores: permiten **evitar el reconocimiento de pérdidas** y proyectan un **balance más sólido de lo que realmente es**. Aunque esta inversión representa una porción pequeña dentro del total de activos de Fairfax, lo relevante no es su peso sino lo que revela sobre el **criterio contable aplicado**.

Dado que no se trataba de un caso aislado y que existía una **diferencia entre la realidad económica y la valoración contable** de otras operaciones, decidimos **desinvertir** y priorizar compañías donde exista un **alineamiento claro**. De hecho, siempre prefiero una **contabilidad conservadora**, ya que en la mayoría de los casos está alineada con la **creación de valor a largo plazo**. Por el contrario, la **contabilidad agresiva** tiende a **aflorar valor lo más rápido posible**, a menudo **a expensas de resultados futuros**.

Spotify Tech (SPOT):

La segunda venta corresponde a un caso diferente, pero también fue una **decisión relevante** dentro de la composición de nuestra estrategia. Se trata de **Spotify**, tras el fuerte incremento de su precio durante 2023 y principios de 2024, decidimos **vender la totalidad de nuestra posición**.

A diferencia de Fairfax, esta decisión no se debió a la identificación de aspectos negativos en la compañía, sino a que, tras un **aumento del 100 % en el último año**, la **rentabilidad esperada** ya no resultaba tan atractiva como en el momento de nuestra entrada. Compramos acciones cuando la capitalización estaba entre **20 y 30 mil millones de dólares**, con un objetivo de revalorización del **150–200 % a 5 años**. Hoy, un año después, ya hemos logrado una **revalorización del 100 %**, y el **binomio rentabilidad-riesgo** en comparación con otras compañías de nuestra cartera resultaba menos favorable.

No obstante, **Spotify sigue siendo una empresa con un modelo de negocio sólido** y un **equipo directivo altamente capacitado**, con **incentivos alineados** con los accionistas. No descartamos **volver a invertir en el futuro**, siempre que la **valoración lo permita**.



Andres Ospina

Disclaimer: La información contenida en este sitio web tiene **finés exclusivamente informativos y educativos** y no constituye, bajo ningún concepto, una oferta, recomendación o solicitud de inversión en productos financieros, valores o servicios regulados. Los datos sobre rentabilidad reflejan inversiones personales o familiares, pueden incluir cifras no auditadas y **los resultados pasados no garantizan rendimientos futuros**. Esta información **no sustituye asesoramiento financiero, fiscal o legal profesional**, y cualquier decisión de inversión debe tomarse únicamente tras consultar con asesores calificados.