



Q Buscar

elEconomista.es



Mercados y Cotizaciones

Ibex 35

M.Continuo

Empresas

Economía

Tecnología

Salud

Motor

Inmobiliario

Opinión

■ Mercados >

Ibex-35

M.Continuo

I. Mundiales

Divisas

Bolsa, mercados y cotizaciones

Nartex Capital: "Un buen fondo de calidad debe ofrecer rentabilidades anualizadas del 15%"

- * Acaba de convertirse en gestora, y es pionera la inversión 'quality' en España
- * En Reino Unido o EEUU la inversión de calidad es el core de cualquier cartera
- * En los últimos tres años su fondo bate en más de un 25% a sus comparables



Íñigo Gasset y Tomás Maraver, fundadores de Nartex Capital. Imagen: David García.

Cristina García / Joaquín Gómez

6:00 - 4/11/2025

El origen de Nartex Capital, convertida en gestora la semana pasada, se remonta a 2021. Fue entonces cuando Tomás Maraver e Íñigo Gasset se marcaron un doble objetivo: traer la inversión en calidad a España y ofrecer un proceso de inversión distinto, tanto en su análisis como en la gestión de los riesgos. Aunque partieron con un capital inicial de 30 millones de euros, cuatro años después

gestionan 400 millones a través del fondo *Incometric Nartex Equity*, domiciliado en Luxemburgo. En este producto invierten unos 300 inversores institucionales, y ahora quieren llegar, también, a los particulares. Para ello crearán un fondo en España, que será el que de acceso a los pequeños inversores, y esperan no tardar mucho, "entre seis y doce meses". Su forma de hacer las cosas se ha reflejado en la rentabilidad del fondo: "En los últimos tres años hemos superado en más de un 25% la rentabilidad media de los principales fondos de calidad internacionales", señala Tomás Maraver, quien desgana a continuación la filosofía de Nartex.

¿Cuáles son sus comparables en el segmento de inversión en calidad?

Los inversores nos comparan con fondos de calidad que se han distribuido muy bien en España, como Fundsmith, Seilern o Morgan Stanley Global Brands, entre otros. Cuando un inversor institucional mira su cartera, probablemente ya tenga uno de estos fondos. Entonces aparecemos nosotros y decimos: "Nosotros invertimos en los mismos lugares, pero de una manera diferente, y vamos a capturar más valor". Gestionamos los recursos y los riesgos de manera activa, y somos muy disciplinados en valoración.

¿Tienen algún objetivo concreto de inversores particulares? Al final parece que las gestoras *value* llaman más la atención en España.

En Reino Unido o Estados Unidos la inversión de calidad es el *core* de cualquier cartera. Nosotros queremos ser esa solución. Es un proceso que tardará lo que tarde, lo fundamental es hacer las cosas bien. Ese es nuestro foco, ser el mejor fondo de calidad del mundo desde el punto de vista de riesgo retorno.

La cuota de la gestión independiente en España en España es muy pequeña todavía, ¿cuál debería ser y dónde se ve Nartex?

La idea de tener un porcentaje relevante del patrimonio invertido en renta variable de calidad es obvia. Si piensas en el tamaño del mercado potencial que tenemos en España hay recorrido. Por poner una comparación, en Australia, que es un país con un PIB más bajo que el nuestro, hay fondos de 30.000 millones de euros que hacen exactamente lo mismo que hacemos nosotros. No somos tan ambiciosos. Si me preguntáis si nuestro fondo o nuestra gestora podrían llegar a tener el tamaño de cualquiera de las grandes independientes actuales, os diría que perfectamente, tendría todo el sentido del mundo. Pero no es fácil de ejecutar.

¿Qué hacen diferente para lograr ese *track record* por encima de la media?

En mi paso por JP Morgan primero, y por KKR después, uno de los fondos globales de *private equity* líderes, aprendí una forma muy particular de analizar inversiones, tanto privadas como públicas, que consiste en acercarse a la realidad de manera cualitativa. Eso significa hablar con la economía real: con proveedores, competidores, clientes o ex empleados. Se trata de entender qué está ocurriendo de verdad, no adivinarlo. Tras KKR di el salto a un gran *hedge*

fund global, donde gestioné mucho capital en renta variable, y fue ahí donde incorporé herramientas clave que hoy están integradas en Nartex, como es el uso de información alternativa. Hoy existen muchos proveedores que te permiten acceder a datos en tiempo real. Por ejemplo: ¿Cuánto está vendiendo Louis Vuitton o Dior en China? Si tienes acceso a la información de las plataformas de pago locales, puedes ver un 20% de las ventas de los bolsos de Louis Vuitton, Dior o Hermes; o cuántos relojes está vendiendo Cartier. De ese modo te acercas a la realidad y no tienes que adivinar cuándo habrá un punto de inflexión en el consumo de lujo en China: lo sabes.

¿Qué rentabilidad anualizada piensa que debe dar la calidad?

Nuestro foco es hacer lo que funciona. Y a largo plazo -en periodos de 20, 30 o 40 años-, los índices de MSCI Value y Growth han obtenido rentabilidades del entorno del 8,5% frente al 12,5% del MSCI Quality. El *gap* histórico es de 4 puntos. En nuestro caso, las compañías en las que invertimos nos pagan, de media, un 4,5% de caja libre al año. Además, esa caja crece a ritmos del 15% anual. Si sumas ambos componentes hablamos de un 19%. A partir de ahí, yo asumo que los múltiplos de valoración se contraerán algo y que, además, hay que descontar las comisiones. Todo eso nos lleva a un retorno neto esperado en torno al 15%. Ese es nuestro objetivo a largo plazo: generar un 15% anualizado. Por supuesto habrá volatilidad -esto es renta variable-, pero la clave está en el tipo de compañías que tenemos en cartera. Estamos invertidos en negocios como Visa, no en una petrolera en Nigeria. Me parece maravilloso que haya gente que se atreva, pero el espectro de riesgo que asumo comprando Visa es claramente menor.

¿Y cómo gestionan el riesgo?

Nuestra disciplina de riesgos se basa en tres componentes. El primero es la disciplina de valoración, que es algo que suele faltar en la inversión en calidad y es la razón por la que, en 2022, un año duro de mercado, caímos mucho menos que el resto de fondos de calidad. El segundo es no invertir en el consenso de calidad. Y, en tercer lugar, dónde *pescas*. La gran mentira de nuestra industria es doble. La primera es que la gente dice saber qué va a hacer el mercado, y la realidad es que nadie lo sabe. La segunda es que prácticamente todos los fondos afirman invertir en compañías con barreras de entrada, pero luego ves las carteras y te das cuenta de que no siempre es así. Nosotros, en cambio, solo analizamos 120 compañías en todo el mundo. Pensad lo que eso significa: prácticamente no miramos nada. Pero en ese universo somos altamente especializados. ¿Cómo llegamos ahí? Buscamos empresas que controlen la oferta de un bien o un servicio. Para poder hacerlo, necesitan tener un monopolio, un monopolio paralelo o un oligopolio ordenado, además de barreras de entrada realmente infranqueables.

Con ese retorno del 15% que esperan se pone de relieve una cierta ineficiencia en el mercado español. [Muchos clientes de banca privada están siendo dirigidos hacia el capital riesgo](#) bajo el argumento de los supuestos retornos superiores

que ofrece. Sin embargo, Nartex gestiona carteras líquidas con rentabilidades esperadas incluso por encima de las que se prometen en el capital privado.

Conozco bien ese mundo. Ha ocurrido lo que se llama *volatility washing*. ¿Qué ha pasado? Se tiende a considerar la volatilidad y el riesgo como algo exactamente igual. Y si tienes un activo con una volatilidad muy baja, a simple vista parece fantástico: retornos altos con poca volatilidad. Pero esa baja volatilidad es sólo el resultado del propio proceso de valoración de los activos privados. ¿Por qué no estamos viendo salidas a bolsa desde el *private equity*? Porque tienen valoraciones que no tienen nada que ver con lo que el mercado estaría dispuesto a pagar. Por eso digo que esa baja volatilidad es totalmente aparente: es una ilusión. Durante los últimos años, ese espejismo ha atraído enormes flujos hacia los activos alternativos. Pero ahora estamos viviendo un proceso de vuelta.

Mencionaba que buscan empresas que controlen la oferta de un bien o un servicio, ¿por ejemplo?

Un ejemplo de compañía que controle la oferta de un bien o servicio que el mundo necesita cada vez más, que es lo que buscamos, al mismo tiempo que son muy eficientes al crecer, es decir, que necesitan poco dinero para hacerlo, podría ser Safran, en Francia. Es un duopolio global -junto con General Electric, a través de una *joint venture*- en turbinas para aviones de fuselaje estrecho, los de un solo pasillo. Si te subes a un avión así, en un Airbus alrededor del 70% de las turbinas son de Safran-GE, y en un [Boeing](#), cerca del 90%. ¿Por qué es tan interesante este negocio? Porque fabricar una turbina es técnicamente tan complejo, y requiere tantos miles de millones en I+D que nadie puede entrar en ese mercado. De hecho, su único competidor, [Pratt & Whitney](#), ha tenido problemas con su último modelo de turbina. Así que Safran controla no solo la fabricación, sino también el mantenimiento. Cuando te vende una turbina hoy, sabe que dentro de ocho años -tras unos 20.000 ciclos de vuelo- esa pieza irá al taller. ¿Y quién tiene las piezas de recambio? Safran. ¿A qué precios las vende? Al precio que quiere Safran. Este año, por ejemplo, ha subido precios entre un 6% y un 10%; el anterior, un 8%; y el anterior, un 10%. Tiene una barrera de entrada infranqueable: su capacidad instalada. Esto da una visibilidad enorme porque sé cuántas turbinas ha vendido, y tengo una visión de cómo evolucionarán sus ventas.

El caso de Safran es uno de los pocos en su cartera que no encajaría estrictamente en el perfil *quality*, porque está también en muchas carteras *value*. Es el ejemplo claro de compañía en la que lo lógico es comprar caro.

¿Qué significa realmente caro? Lo importante es analizar a qué ritmo crece la caja, y cómo de eficiente es ese crecimiento. Es decir, cuánto aumenta la caja por acción y cuánto le cuesta a la empresa crecer en relación con su precio actual. Puedo comprar una compañía a un PER de cinco veces y, aun así, perder hasta la camisa. En nuestro caso, el PER medio de la cartera está en torno a 23 veces, prácticamente lo mismo que el índice MSCI Global, que cotiza a unas 22 veces *forward*. Somos especialistas en comprar empresas que controlan la

oferta de un bien o servicio, que crecen de forma estructural, y además las adquirimos a un precio bastante atractivo para lo que son. De hecho, hoy nuestra cartera vale un 20% menos de lo que ha valido, de media, en los últimos diez años, a pesar de que el mercado, en general, está más caro conceptualmente. Y, lo más relevante, tenemos unas expectativas de crecimiento que el mercado no tiene. En resumen, buscamos comprar barato dentro de lo que compramos. No vas a pagar un Rolex por el precio de un Casio, eso es imposible. Pero sí vamos a mantener una disciplina de precios, y esa disciplina hace que nuestro fondo, dentro de la categoría de calidad, tenga uno de los múltiplos más bajos.

Entre sus primeras posiciones están Visa, Mastercard... ¿La calidad está relacionada con el sector financiero? ¿Hay un sector que englobe mejor que nadie la calidad?

No pensamos en sectores como tales. Identificamos subnichos dentro de sectores tradicionales, pero siempre bajo la misma lógica: compañías que operen en monopolios u oligopolios con crecimiento estructural. Por ejemplo, si miras el sector financiero, lo más grande son las aseguradoras y los bancos. Pero no invertimos ni en aseguradoras ni en bancos, porque no hay estructuras de monopolio u oligopolio claras. En cambio, sí invertimos en compañías de calificación crediticia, como S&P y Moody's, que controlan prácticamente todo el mercado global. También en empresas de digitalización de pagos, que se benefician de un crecimiento estructural muy potente: la desaparición del efectivo, el auge del *e-commerce*, la complejidad y la seguridad que requiere todo ese ecosistema, como Visa y Mastercard. Tenemos brókeres de seguros, y plataformas de intercambio financiero como Deutsche Börse, Tradeweb o Intercontinental Exchange.

El concepto de muro defensivo es clave en Nartex...

Sí, el muro defensivo es la piedra angular de nuestra inversión, y a veces cuesta mucho hacer entender a los inversores institucionales que el riesgo subyacente de nuestra cartera es muy, muy bajo. ¿Por qué? Porque la probabilidad de disrupción en cada una de nuestras compañías es ínfima.

¿Qué otras cotizadas tienen en cartera? ¿Safran es la primera posición?

Sí, es la primera. Además de las mencionadas antes, dentro del sector industrial tenemos grandes nombres como Safran o Airbus. También Canadian Pacific y Canadian National, ambas en el ámbito del transporte ferroviario, con una barrera de entrada es clarísima: se trata de infraestructuras no reguladas en las que, básicamente, no existe una alternativa real para el transporte de mercancías a larga distancia. Es un duopolio global muy difícil de replicar. En el sector financiero tenemos un nicho muy definido en los brókeres de seguros, donde están Aon y WTW, que completan todo ese ecosistema de servicios financieros con alto grado de especialización y barreras de entrada. En el sector salud, tenemos un peso bastante relevante ahora.

¿Alguna española en el radar de Nartex?

Amadeus, y puede que Ferrovial entre también en el universo; estamos justo en ese debate. Ferrovial nos encaja por su exposición a infraestructura no regulada, que es un tipo de activo que nos gusta mucho. Y en el caso de Amadeus hablamos de un líder global que está ganando cuota de mercado.

¿Cada cuánto hacen cambios en la cartera?

La cartera rota de media entre un 15% y un 25% al año, aproximadamente. Depende de muchos factores. Para entender bien qué es Nartex ayuda compararlo con un fondo *quality* típico. Un fondo de ese estilo compra unas 25 compañías y las rota un 3% al año, prácticamente nada. ¿Qué consigue con eso? Que de esas 25, unas 15 lo hagan muy bien: crece su múltiplo, las expectativas del mercado se disparan y, en apariencia, todo va perfecto. Nosotros a eso le llamamos gestionar desde el sexto piso. El problema es que, cuando sube el coste del dinero -como ocurrió en 2022-, te caes desde ese sexto piso y la caída duele. Nuestra filosofía es mantenernos en el segundo piso y para eso tienes que intentar bajar el múltiplo de la cartera, y asegurarte de que la tesis de inversión no está plenamente en el consenso del mercado. Cuando el mercado empieza a pensar igual que nosotros y a tener un múltiplo igual que el mío estoy en el sexto piso, es momento de reducir o vender. Eso es, en esencia, la gestión activa del riesgo.