

Brightgate-Iapetus Equity, FI

ES0183798018

Fondo / Indices	Rentabilidad mes	Rentabilidad YTD	Rentabilidad desde Inicio **	Volatilidad ***
BR. IAPETUS CLASE I	-1.83%	-1.93%	59.06%	11.90
Bolsa Global *	-4.05%	-1.71%	50.20%	15.50

Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras

* MSCI World Net Total Return Euro index (MSDEWIN)

** fecha de inicio el 18 de marzo 2022 *** Volatilidad anual



Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras

* MSCI World Net Total Return Euro index (MSDEWIN) ** fecha de inicio el 18 de marzo de 2022 *** Volatilidad anual

Informe de marzo de 2026

Hay meses que son simplemente difíciles. Y hay meses que reescriben el mapa. Marzo ha sido de los segundos.

La guerra entre Estados Unidos e Irán, iniciada el 28 de febrero, y el cierre efectivo del Estrecho de Ormuz han provocado el primer shock energético severo desde 2022. El crudo ha superado los 100 dólares por barril y todo el mundo está pendiente de la duración del conflicto.

Simultáneamente, la IA ha empezado a cobrarse víctimas. El sector de software global ha acelerado su corrección hasta niveles que no se veían desde 2008: el ETF de referencia IGV ha caído un 30% desde los máximos de septiembre de 2025 y Goldman Sachs estima que las valoraciones del sector ya descuentan una reducción de diez puntos porcentuales en las expectativas de crecimiento.

Desde el mundo del crédito privado llegan señales de alarma creciente: Blackstone, Blue Owl, Apollo y Ares han comenzado a restringir las salidas en algunos de sus fondos, lo que sugiere que el endeudamiento fuera del sistema bancario (y del control de los reguladores) se puede ir de las manos. No sabemos qué impacto va a tener en el resto de la economía y hasta qué punto puede ser sistémico, pero lo que sí está claro es que si los inversores no pueden obtener liquidez vendiendo unos activos (que pensaban eran líquidos) venderán otros activos líquidos poniendo presión a la baja en los precios.

La falta de estrategias (conocidas) de la administración estadounidense, el oportunismo de Israel y las constantes contradicciones en las declaraciones de unos y otros, están generando un ruido que ha hecho muy difícil que estrategias que normalmente funcionan en estas condiciones lo estén haciendo: Renta fija a largo, estrategias cuantitativas, estrategias de coberturas de riesgos de cola, el oro, activos defensivos de calidad, están todos en pérdidas sustanciales.

Los constantes vaivenes de las declaraciones de Donald Trump, entre ataques inminentes y prórrogas de última hora han desatado una ola de inversiones muy pocos minutos antes de que se produjeran en los mercados de futuros de renta variable y de petróleo y en las casas de apuestas (Prediction Markets) que han generado cientos de millones de dólares en ganancias aparentemente basadas en el tráfico de información confidencial. Os adjunto el artículo de Paul Krugman, premio nobel de economía que no tiene desperdicio: [Treason in the futures market](#).

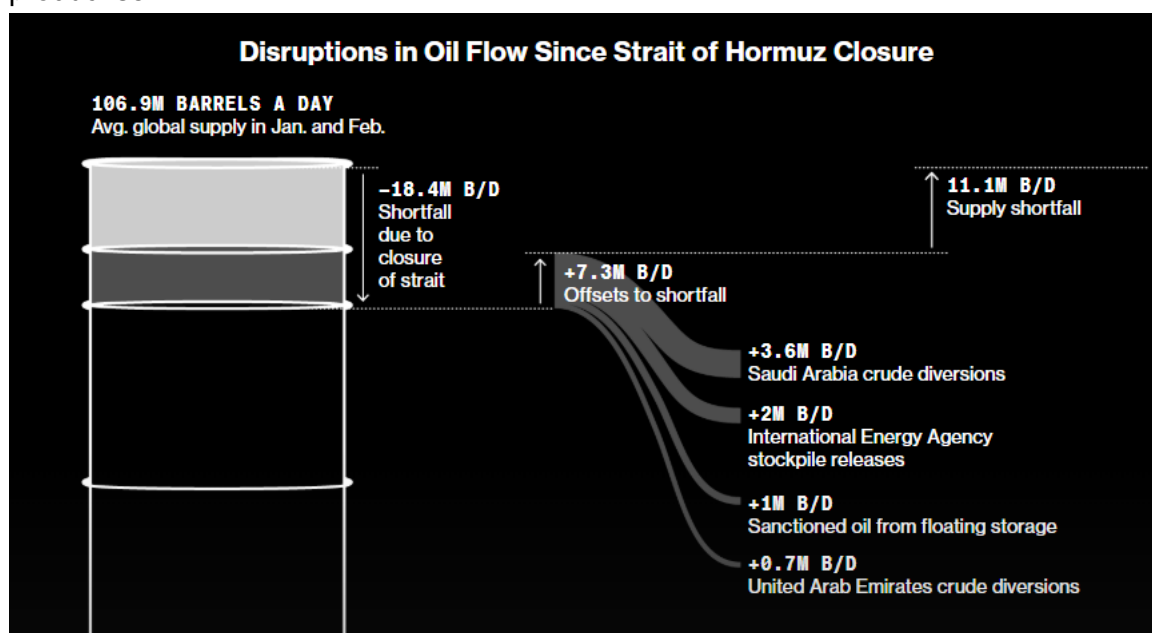
Si bajamos el nivel de ruido y analizamos lo que está pasando con perspectiva, esta crisis es mucho más «sencilla» de entender que la última que hemos padecido, la del Covid. Solo se parecen en que la estamos viendo venir y no hay duda de que terminará llegando.

Con el Covid se produjeron unos tremendos desajustes de producción combinados con unos cambios de hábitos del consumo que vaciaron unas cadenas de distribución y saturaron otras, todo ello dos veces: durante la paralización y una segunda vez con la reanudación de la economía, con el agravante de que los segundos cambios no fueron el inverso de los primeros.

La actual, si nos olvidamos del ruido y la observamos desde un punto de vista estrictamente financiero, es una crisis de petróleo tradicional. Va a desaparecer la capacidad de satisfacer la demanda durante un tiempo, lo que producirá una subida del coste de la energía con incidencia mayor en los países asiáticos primero y en Europa después. Se producirá una inflación de costes generalizada que puede requerir una cierta subida de tipos, pero nunca tan intensa como si la inflación viniera por un incremento del consumo. Esto generará oportunidades en renta fija, en empresas que puedan beneficiarse de los desajustes de precios y en negocios que no dependan del consumo de energía o derivados del petróleo.

En el gráfico adjunto de Bloomberg se puede ver que el neto de producción que deja de acceder al mercado es de 11 millones de barriles/día. Ligeramente más del 10% de la producción mundial y eso teniendo en cuenta las aportaciones del fondo de reservas de crudo de 2 millones de barriles diarios.

Este defecto de producción se va a ir acumulando por cada día que dure la guerra y cuando acabe, tardará meses en normalizarse. Adicionalmente está pasando algo parecido con el gas, donde hay un 20% de la producción afectada y a diferencia con el petróleo ya sabemos que la recuperación de la capacidad de liquificación de gas de Qatar va a tardar entre 3 y 5 años en producirse.



Fuente: Bloomberg

El déficit de producción actual de 11 millones de barriles día, equivale al consumo de petróleo de Inglaterra, Francia, Alemania, España e Italia combinadas.

Cambios en la cartera

Hemos a) reducido exposición a Asia, b) reducido exposición a empresas a las que un periodo de crudo caro puede afectar especialmente, c) añadido empresas posiblemente beneficiadas por la subida del crudo, d) incorporado un activo físico sin dependencia energética ni tecnológica, y e) incorporado empresas de software que habían caído con fuerza.

- Reducción de exposición a Asia. El conflicto en el Golfo Pérsico afecta de forma desproporcionada a la región asiática. Japón y Corea del Sur importan más del 90% de su petróleo y gas, y una parte muy relevante de ese suministro transita por el Estrecho de Ormuz. Un cierre prolongado no es para ellos un shock de precios: es una amenaza al suministro directo. En este contexto, hemos reducido nuestra exposición a la región de forma selectiva. Hemos vendido la totalidad de la posición en Sony —una empresa con gran exposición al ciclo de consumo asiático y sensible al deterioro macro de la región— y hemos reducido la posición en Panasonic.

- a) reducida exposición a empresas a las que un periodo de crudo caro las puede afectar especialmente

Garrett Motion es el ejemplo perfecto de la doble exposición: sus costes de producción suben con el petróleo y la demanda de sus clientes últimos, compradores de automóviles, se reduce ante mayores costes del combustible. Hemos vendido la posición en su totalidad.

Vidrala: su modelo de negocio en envases de vidrio depende estructuralmente de un coste energético accesible. Sin ese supuesto, la tesis se resiente. Vendida en su totalidad.

En Thyssenkrupp Nucera, Panasonic y Palfinger el impacto es real pero menor —sus negocios tienen mayor capacidad de trasladar costes o menor exposición directa al crudo— y hemos optado por reducir posiciones sin salir completamente.

- b) añadido empresas posiblemente beneficiadas por la subida del crudo

En el lado contrario, hemos identificado dos beneficiarias directas del shock y las hemos incorporado a la cartera.

CF Industries se beneficia del ensanchamiento del spread entre el precio del gas en USA y en Europa, que se produce cuando el Estrecho de Ormuz queda bloqueado: la subida del gas en el resto del mundo y del precio de los fertilizantes mejora el margen de los productores de fertilizantes americanos que usan gas Henry Hub como materia prima.

PBF Energy se beneficia de los crack spreads favorables: cuando el crudo sube con fuerza y de manera abrupta, los márgenes de refino se amplían para los operadores que ya tienen contratos de suministro cerrados. Ambas posiciones suman hoy cerca de un 7% de la cartera.

- e) Incorporado empresas de software que han caído fuertemente

Llevamos más de un año advirtiendo que la IA puede desplazar a empresas aparentemente consolidadas es el mundo del software. Esta idea, que estaba tardando en ser aceptada por los mercados, lo ha terminado siendo y con una fuerza inusitada. En los últimos meses el mercado ha vendido empresas de software como si la IA fuera a sustituirlo todo, de forma inmediata y sin excepción.

Para separar las empresas genuinamente amenazadas de las que han sido arrastradas, hemos aplicado un framework propio que analiza para cada negocio de software que barreras de entrada se mantienen y cuales desaparecen ante la irrupción de la IA. Con este criterio de un total de 70 empresas hemos identificado 25 resilientes a la competencia de la IA.

Además teniendo en cuenta los problemas de excesivo endeudamiento a través del “Private Credit” de algunas empresas del sector hemos exigido un apalancamiento bajo o moderado (deuda neta/EBITDA inferior a 2x), descartando candidatas que de otro modo habrían sido interesantes.

Hemos reducido la selección a empresas que cotizan a forward P/E de entre 10 y 21 veces.

Por último, hemos eliminado empresas que duplicaban riesgos, evitando solapamiento de clientes, sectores y geografía para asegurarnos de que las candidatas finales estuvieran lo menos correlacionadas posible.

Tras este proceso hemos añadido siete empresas a la cartera que suman un 13% la cartera: DocuSign (11x forward P/E), Dassault Systèmes (13x), S&P Global (21x), Trimble (18x), Veeva Systems (21x), Workday (12x), Wolters Kluwer (11x).

Adicionalmente, hemos aprovechado para incorporar una empresa que no tiene nada que ver con ninguno de los vectores de riesgo que dominan el mercado ahora mismo. Games Workshop. Al final de este informe os resumimos una descripción de cada empresa y la tesis de inversión.

IAPETUS en marzo

Fondo / Indices	Rentabilidad mes	Rentabilidad YTD	Rentabilidad desde Inicio **	Volatilidad ***
BR. IAPETUS CLASE I	-1.83%	-1.93%	59.06%	11.90
Bolsa Global *	-4.05%	-1.71%	50.20%	15.50

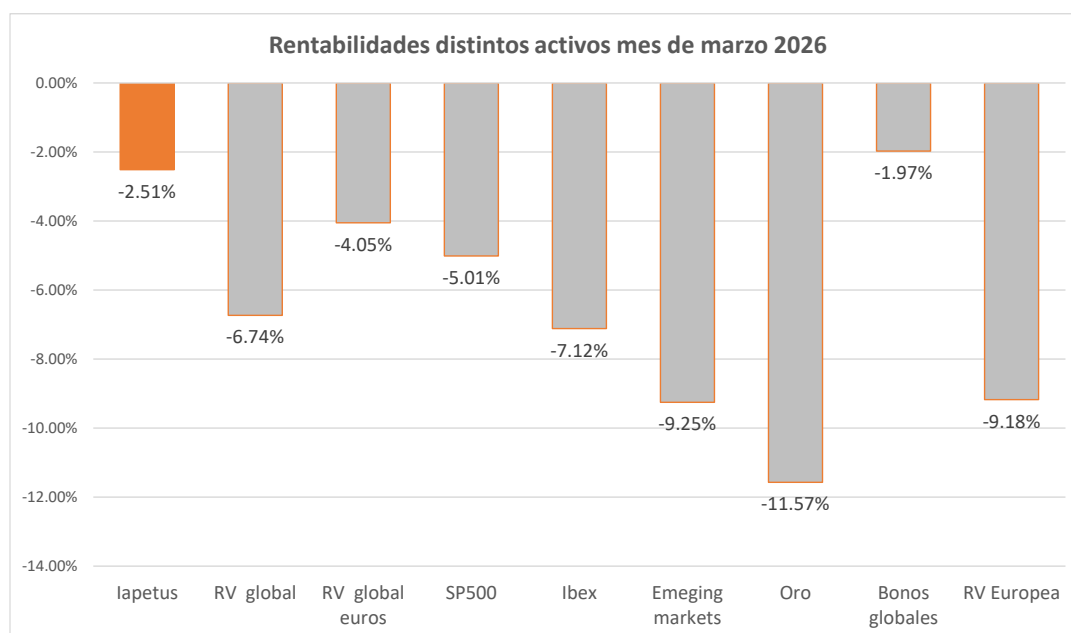
Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras

* MSCI World Net Total Return Euro index (MSDEWIN)

** fecha de inicio el 18 de marzo 2022 *** Volatilidad anual



El fondo ha obtenido una rentabilidad de **-2,15%** en marzo, frente al **-4,05%** de la renta variable global en euros (una vez descontada la apreciación del dólar; en divisa local la bolsa global cayó un -6,74%). La volatilidad del fondo se ha situado en el **11,90%**, frente al 15,50% del mercado de referencia.



Ha sido un mes de transición activa: hemos ejecutado más cambios de cartera que en cualquier mes de los últimos dos años, lo que tiene un coste de fricción puntual pero que consideramos completamente justificado por la magnitud de los cambios en el entorno.

El comportamiento de las distintas posiciones ha sido como sigue:

Mayores contribuciones, febrero 2026	Peso	Retorno posición	Contribución	Mayores contribuciones, febrero 2026	Peso	Retorno posición	Contribución
LIQUIDIA CORP	6.43%	24.73%	1.27%	THYSSENKRUPP NUCERA AG & CO	2.08%	-9.96%	-0.26%
CF INDUSTRIES HOLDINGS INC	6.05%	26.28%	0.97%	ADYEN NV	1.96%	-14.50%	-0.28%
LEMONADE INC	2.05%	24.19%	0.40%	DEERE & CO	2.17%	-8.03%	-0.29%
OKTA INC	2.68%	11.30%	0.27%	SIEMENS HEALTHINEERS AG	1.93%	-13.86%	-0.31%
JSC KASPI.KZ ADR	2.67%	7.57%	0.19%	PALFINGER AG	1.84%	-12.65%	-0.34%
PANASONIC HOLDINGS CORP	2.00%	3.26%	0.15%	NESTLE SA-REG	3.84%	-8.32%	-0.35%
NORTHEAST BANK	3.58%	3.90%	0.13%	ASML HOLDING NV	3.46%	-9.26%	-0.35%
S&P GLOBAL INC	2.13%	4.59%	0.09%	GIVAUDAN-REG	2.72%	-12.47%	-0.40%
WOLTERS KLUWER	2.11%	3.00%	0.06%	ROCHE HOLDING AG	3.80%	-13.22%	-0.59%
DOCUSIGN INC	2.12%	2.85%	0.06%	IVANHOE MINES LTD-CL A	2.17%	-23.64%	-0.67%

El mes ha tenido dos partes muy distintas dentro de la propia cartera. Las posiciones que compramos para navegar este entorno han funcionado rápido y bien. Las que ya teníamos han sufrido el deterioro general, no porque hayan empeorado sus negocios, sino porque en un mes de ventas masivas el mercado vende lo que puede, no lo que quiere.

Lo que funcionó:

CF Industries fue la incorporación más rentable del mes: +26,3% en sus primeras semanas en cartera, casi un punto porcentual de contribución al fondo. El mercado tardó días en entender

exactamente lo que nosotros habíamos anticipado. Pocas veces una operación sale tan limpia y tan rápido.

Liquidia fue la mayor contribución individual del mes (+1,26%), con una subida del +24,7%. En febrero, sin embargo, fue nuestro mayor detractor (-26%) a pesar de que los fundamentales no habían cambiado.

Lemonade (+24,2%) ha seguido el mismo guion: empresa castigada en febrero sin razón de fondo, que recupera en marzo. El negocio mejora trimestre a trimestre, y el mercado ha empezado a ponerlo en precio.

Las siete nuevas posiciones de software han debutado en positivo, con subidas modestas, pero en la dirección correcta —S&P Global, Wolters Kluwer, DocuSign, Workday y Dassault todas en verde.

Lo que no funcionó

Ivanhoe fue el mayor detractor del mes (-23,6%, -0,67% al fondo). Parte de la bajada se debe a la caída del precio del cobre, pero otra parte a que la empresa ha anunciado una reducción en la producción esperada para los próximos años. Estructuralmente queremos tener exposición al cobre en la cartera y estamos revisando los nuevos datos publicados por Ivanhoe para tomar una decisión sobre si mantenemos o sustituimos la posición en la cartera.

Roche y Givaudan son las caídas que más me cuesta explicar, porque ninguna tiene exposición relevante al petróleo y sus negocios son de los más predecibles que existen. La explicación podría ser la búsqueda de liquidez: cuando hay liquidaciones masivas, la gente vende lo que puede vender, no lo que quiere vender. Las posiciones líquidas de calidad van primero. No parece que el mercado esté todavía en modo venta indiscriminada de renta variable, pero si hay síntomas que pueden apoyar esta explicación como las restricciones a la venta de ciertos activos como los fondos de Private Equity. Nuestra convicción sobre ambas permanece intacta.

ASML y Applied Materials reflejan la rotación del mercado desde los semiconductores —que habían liderado el inicio del año— hacia los ganadores directos del shock energético. Siguen siendo dos de nuestras posiciones favoritas.

El resto de detractores —Palfinger, Siemens Healthineers, Adyen, Nestlé— cuentan todos la misma historia: venta de activos europeos de calidad para buscar liquidez o para rotar hacia el crudo y sus derivados.

La lectura de conjunto

Dos conclusiones claras. Primera: la rotación que hicimos a principios de marzo fue correcta, y CF Industries lo ha demostrado de forma casi inmediata. Segunda: lo que más ha sufrido este mes es precisamente lo de mayor calidad, lo que en mi experiencia es una señal de mercado en modo liquidación, no en modo análisis.

Cambios en la cartera

Resumen de las decisiones ejecutadas durante el mes:

- **Venta completa:** Garrett Motion, Vidrala, Sony.
- **Reducción de posiciones:** Thyssenkrupp Nucera, Panasonic, Palfinger.
- **Nuevas incorporaciones (shock energético):** CF Industries y PBF Energy (~7% combinado).
- **Nuevas incorporaciones (software vertical):** DocuSign, Dassault Systèmes, S&P Global, Trimble, Veeva Systems, Workday y Wolters Kluwer ([13%] combinado).
- **Nueva incorporación (activo físico/ocio):** Games Workshop.

La composición de la cartera a 31 de marzo es:

- 22.4 millones de euros en activos.
- 89% en renta variable (exposición neta del 63% tras coberturas).

- 11% en renta fija y liquidez.

Gracias por la confianza,

Javier Herreros de Tejada

Chief Investment Officer, CIO

BrightGate Advisory EAF S.L. | Génova 11, 4º Izqda, 28004 Madrid

T (+34) 91 001 11 85 | M (+34) 609 62 66 50 | javier.hdt@brightgateadvisory.com

Este mensaje y cualquier documento que lleve adjunto puede ser confidencial y destinado únicamente a la persona o entidad a quien ha sido enviado. BrightGate Advisory EAF, S.L. no asume responsabilidad alguna por las circunstancias derivadas del uso de este medio. Si no consintiese en la utilización del correo electrónico le rogamos nos lo comunique de inmediato. INFORMACIÓN PROTECCIÓN DE DATOS. Responsable: Brightgate Advisory EAF S.L. (B87262770). Sus datos serán conservados mientras se mantenga la relación. Puede ejercer sus derechos de acceso, rectificación, supresión, oposición, limitación y portabilidad dirigiéndose a protecciondedatos@brightgateadvisory.com. Si desea darse de baja de nuestras publicaciones, responda este correo indicando en el asunto la palabra "BAJA".

Anexo. Nuevos activos incorporados en el último mes

- a) **Un activo totalmente ajeno al ruido: Games Workshop.** En medio de toda la agitación de marzo, hemos aprovechado para incorporar una empresa que no tiene nada que ver con ninguno de los vectores de riesgo que dominan el mercado ahora mismo. Games Workshop no consume gas natural, no tiene costes energéticos relevantes, no es susceptible de ser sustituida por ningún plugin de inteligencia artificial y no depende del ciclo del crédito privado. Es, en el sentido más literal, un negocio físico: fabrica y vende miniaturas de plástico y metal para juegos de mesa bajo la marca Warhammer, con una comunidad de seguidores de una lealtad que pocas marcas del mundo pueden igualar.

Su modelo de negocio tiene características que apreciamos especialmente en el entorno actual: poder de fijación de precios extraordinario (ha subido precios de forma consistente durante años sin perder clientes), márgenes operativos superiores al 35%, sin deuda, y una propiedad intelectual que se ha convertido en materia prima para videojuegos, series y películas, con Amazon produciendo actualmente una adaptación de Warhammer 40.000.

Y hay un argumento adicional que encaja perfectamente con nuestra tesis macro. Si el escenario de *recesión por éxito de la IA* se materializa —más tiempo libre para muchas personas y menos poder adquisitivo— Games Workshop es exactamente el tipo de hobby que florece en ese entorno. Warhammer es barato en términos de coste por hora de ocio: montar y pintar miniaturas llena cientos de horas y genera una comunidad. Lo vimos con claridad durante el Covid, cuando la empresa vivió una pequeña era dorada. Un escenario de mayor desempleo estructural con más horas muertas apunta en la misma dirección.

- b) **DocuSign (11x forward P/E).** La firma electrónica es infraestructura legal en más de 180 países. Sustituirla por un agente de IA no es un problema técnico, es un problema de responsabilidad jurídica. Cada firma lleva adjunto un registro de auditoría con valor probatorio en tribunales. La IA puede redactar el contrato; no puede asumir la responsabilidad de su firma.
- c) **Dassault Systèmes (13x).** Su software para la industria aeroespacial, Product Life Management (PLM), no es fácilmente reemplazable. Este software permite gestionar toda la vida de un avión o una pieza aeronáutica desde que se empieza a diseñar hasta que se retira del servicio. Esto incluye el diseño 3D, las simulaciones, la fabricación, el mantenimiento, las certificaciones, las modificaciones a lo largo de los años, etc. En el sector aeroespacial el PLM es especialmente crítico porque un avión tiene millones de piezas, cada una con sus certificaciones, proveedores, versiones y requisitos de seguridad, y todo eso

hay que gestionarlo durante décadas (un avión comercial puede estar en servicio 30-40 años).

Cambiar de PLM en un programa aeroespacial activo no es una decisión de software: es reabrir todos los procesos de certificación. La barrera es prácticamente infranqueable

- d) **S&P Global (21x)**. Oligopolio regulado. Los ratings de S&P no son una opinión que cualquier modelo de IA pueda replicar: son opiniones con estatus jurídico en contratos de deuda en todo el mundo. El 64% de margen operativo refleja una posición de mercado que no se rompe con un plug-in. La IA puede leer los informes de S&P; no puede emitir un rating con valor contractual.
- e) **Trimble (18x)**. Su ventaja competitiva no es solo el software, es la combinación de software con hardware físico de posicionamiento geoespacial. La adopción en construcción e infraestructuras tiene costes de sustitución muy altos porque implica recalibrar equipos físicos, reentrenar operarios y revalidar proyectos en curso.
- f) **Veeva Systems (21x)**. La "fortaleza FDA". Sus sistemas de gestión de ensayos clínicos y documentación regulatoria están integrados en los procesos de aprobación de medicamentos de las principales agencias del mundo. Sustituir Veeva en mitad de un ensayo clínico de fase III significaría, en la práctica, recomenzar la documentación regulatoria desde cero.
- g) **Workday (12x)**. Sistema de registro de RRHH y finanzas para empresas del Fortune 500. A 12 veces beneficios forward, el mercado lo está valorando como si fuera a ser reemplazado por Claude en los próximos dos años. No va a ocurrir en el corto plazo: los costes de migración en sistemas de nómina y contabilidad de grandes corporaciones son muy altos, y la responsabilidad legal de los errores en esos sistemas es demasiado alta para delegarla en un agente de IA sin supervisión humana.
- h) **Wolters Kluwer (11x)**. Ciento setenta años de datos regulatorios propietarios en derecho, fiscalidad y sanidad. Es, paradójicamente, una de las mejores beneficiarias de la IA: sus datos son precisamente el material que los modelos de lenguaje necesitan para ser fiables en entornos regulados. No compite con la IA, la alimenta.