

Análisis Driehaus Micro Cap

<https://icariacap.substack.com/p/gano-ocho-veces-mas-que-su-indice>

Ganó ocho veces más que su índice, en veinticuatro años

Qué hay detrás del Driehaus Micro Cap, por qué su ventaja no viene de asumir más riesgo, y las cuatro pegas que también tiene.

Todos los años se publica el mismo estudio y todos los años sale lo mismo. Cuando mides cuántos fondos de gestión activa consiguen batir a su índice a largo plazo, la respuesta es muy pocos. Tan pocos que el consejo sensato para casi todo el mundo sigue siendo indexarse y dejar de buscar al genio de turno.

Por eso, cuando aparece uno que sí lo hace, y no durante un año afortunado sino durante más de dos décadas, merece la pena parar y mirar cómo.

Diez mil dólares invertidos con esta gente a finales de 2001 se habrían convertido en unos 489.000. Los mismos diez mil en su índice de referencia se habrían quedado en 59.000.

Ocho veces más. Con el mismo tipo de empresas y durante los mismos veinticuatro años.



Hablamos de Driehaus, una gestora americana de Chicago, y en concreto de sus dos estrategias de empresas pequeñas. La de microempresas es la del gráfico. La de pequeñas compañías, que es su hermana, lleva un 13,7% anual frente al 9,6% de su índice desde finales de 2005. Más del doble de dinero al cabo de veinte años.

Antes de seguir, la letra pequeña de esas cifras. Corresponden a las estrategias tal y como se han gestionado en Estados Unidos, no a los fondos europeos, que son bastante más recientes. Sirven para juzgar al equipo. No son lo que habrías ganado tú.

Dicho eso, vamos a lo interesante, que es cómo lo hacen. Al final te cuento las cuatro pegadas, que también las hay y conviene conocerlas.

La idea se cuenta rápido. Buscan empresas cuyo negocio empieza a mejorar más deprisa de lo que nadie esperaba. Una compañía pequeña que llevaba años creciendo despacio saca un producto que funciona, o firma un cliente grande, y de golpe sus beneficios se aceleran. Los analistas que la siguen tardan en creérselo, porque siguen pensando en la empresa que era antes. Driehaus intenta entrar justo ahí, mientras el mercado va con retraso.

Lo que me ha gustado es lo concreto que es el proceso. Parten de unas dos mil compañías americanas que cumplen su tamaño. Descartan las que no se pueden comprar y vender con cierta soltura, porque en empresas tan pequeñas eso importa más que el análisis, y se quedan en torno a mil seiscientas. De ahí sale una lista de seguimiento de unas trescientas. Y en cartera acaban unas cien.

De dos mil a cien. Todo el trabajo está en ese filtro.

Las reglas de construcción dicen mucho de una gestora, y las tuyas me parecen sensatas. Ninguna posición pasa del 3%. Están siempre invertidos al cien por cien, porque no pretenden adivinar cuándo entra y sale el mercado. Ningún sector puede pesar más de veinte puntos por encima de lo que pesa en el índice. Y solo compran compañías por debajo de cierto tamaño, aunque después las dejan crecer si lo hacen bien.

Pero lo que más me gusta es que no hay ninguna similitud con el índice, tienen como lema evitar el closet indexing. Es el nombre que recibe cobrar comisiones de gestión activa para acabar construyendo algo casi idéntico al índice, que es una de las estafas silenciosas más extendidas del sector. Su active share es de 85 en el fondo de microempresas y de 81 en el de pequeñas, es decir, en torno al 85% y al 81% de sus carteras no coincide con la del índice. Por debajo de 60 se suele hablar ya de fondos que replican sin decirlo.

El equipo es la otra parte sólida, y es el mismo para los dos fondos. Jeff James gestiona la estrategia de microempresas desde 1998 y la de pequeñas desde 2006, o sea que lleva veintiocho años haciendo exactamente lo mismo, y antes de eso trabajó como analista en la Reserva Federal de Chicago. Eso es poco habitual en una industria donde el gestor medio dura lo que dura un ciclo bueno.

Y debajo hay especialistas de verdad. En salud, que es donde más se juega un fondo de empresas pequeñas, tienen a tres personas. Un ingeniero biomédico por Yale que lleva diecinueve años en la casa siguiendo compañías pequeñas del sector, un analista que antes trabajaba en desarrollo de negocio de oncología, y un doctor en biología celular por la Universidad de Chicago. Tienen además un marco propio para evaluar biotecnológicas, con doce cosas que miran antes de comprar una, desde la fortaleza de la patente hasta si el equipo directivo ya ha creado valor alguna vez.

Su director de trading lleva en la casa desde el año 2000, antes fue especialista en el parqué de la bolsa de Chicago y creador de mercado en el Nasdaq, y ha participado como ponente en una mesa redonda de la SEC sobre valores poco negociados.

Ahora la objeción evidente. Esta forma de invertir obliga a comprar y vender mucho, y comprar y vender cuesta dinero. ¿Compensa?

Ellos mismos han hecho la cuenta. Compararon lo que hicieron las carteras reales con lo que habrían hecho esas mismas carteras si no hubieran tocado nada, sobre miles de periodos de un año que van rodando día a día. En microempresas, la cartera gestionada ganó de media 7,76 puntos más al año que la versión congelada, y salió ganando en el 78% de los periodos. En pequeñas compañías la ventaja fue de 3,64 puntos, con acierto

en el 67%. Y en los dos casos lo consiguieron con algo menos de volatilidad que la versión sin tocar. No con más.

Es un cálculo suyo, sobre carteras representativas y antes de descontar la comisión de gestión, por lo que hay que cogerlo con cuidado. Pero responde exactamente a la pregunta que había que hacer, y hacérsela en público ya es más de lo que hace la mayoría.

Con todo eso, los números quedan así. La estrategia de microempresas lleva desde finales de 2001 un 17,4% anual frente al 7,6% del índice, con una relación entre rentabilidad y riesgo más del doble de buena y una peor caída histórica del 55% frente al 58% del índice. Peor no. Mejor.

Y hay un dato que me parece el más difícil de conseguir de todos. Contando años naturales completos, esa estrategia le ha ganado a su índice en veintidós de los últimos veinticuatro. Solo perdió en 2011 y en 2022.

La de pequeñas compañías tiene un historial igual de espectacular además de tener el mismo equipo gestor.



Un 13,7% anual frente al 9,6% durante veinte años y medio. Cuatro puntos al año sostenidos durante dos décadas convierten diez mil dólares en ciento treinta y nueve mil, mientras el índice se queda en sesenta y cinco mil. Le ha ganado a su referencia en trece de los últimos veinte años naturales, con una racha floja entre 2008 y 2014 que conviene conocer.

Y aquí está el dato que, para mí, vale más que cualquier rentabilidad de las anteriores. Su beta frente al índice es exactamente 1,00.

¿Y qué llevan dentro? En microempresas, las diez mayores posiciones sumaban el 19% de la cartera a cierre de mayo. En pequeñas compañías, el 20%. Están ahí Planet Labs, que fotografía la Tierra con satélites, Applied Optoelectronics, que fabrica componentes ópticos para centros de datos, biotecnológicas centradas en enfermedades neurológicas e inflamatorias, una empresa de láseres industriales, otra de energía con pilas de combustible y otra que fabrica relojes de precisión para satélites y defensa. No son nombres que vayas a oír en twitter o los principales medios.

Vamos con las cuatro pegas.

En 2022 el fondo de microempresas cayó un 33% en el año y el de pequeñas un 35%, pero el año natural esconde lo peor. Si encadenas los meses desde su máximo de octubre de 2021, la caída real fue del 39% en los dos. Cien mil dólares se quedaron en menos de sesenta y un mil, y no volvieron al punto de partida hasta noviembre de 2024.



Tres años en pérdidas. Y la pregunta no es si ese 17,4% anual compensa, porque claro que compensa. La pregunta es si tú habrías seguido dentro en junio de 2022, con la cuenta en menos cuarenta por ciento, ocho meses seguidos de caídas a la espalda y ninguna señal de que aquello fuera a terminar.

La segunda pega es el nombre. El fondo se llama Micro Cap, pero a cierre de junio el 88% de la cartera estaba en compañías que valen más de mil millones de dólares. Tiene explicación, porque el límite de tamaño se aplica al comprar y después dejan correr a las que funcionan, que suele ser lo correcto. Aun así, si lo compras buscando empresas diminutas, no es exactamente lo que llevas. Y al de pequeñas compañías le pasa algo parecido, con un tamaño medio que ya se acerca a los doce mil millones.

La tercera es contra quién lo comparas.



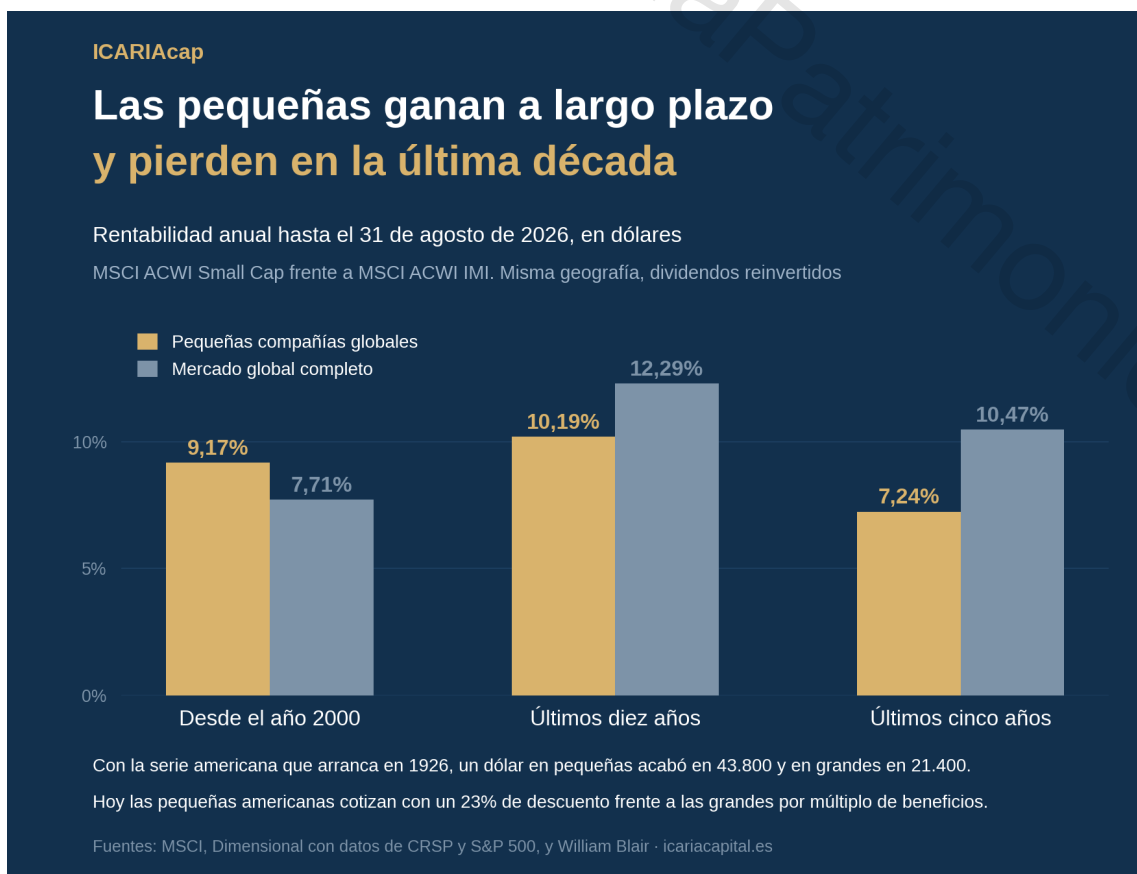
A cinco años el de microempresas ha dado un 11,9% anual frente al 3,3% de su índice, una paliza. Y resulta que en ese mismo periodo el S&P 500, las grandes americanas de siempre, dio un 13,4%. A diez años la comparación se da la vuelta y el fondo gana con

holgura. Batir a tu índice significa que el gestor hace bien su trabajo dentro de su terreno. No significa que ese terreno fuera el mejor sitio para tu dinero, y la respuesta cambia según dónde pongas el corte.

Y esa comparación con el S&P 500 necesita perspectiva, porque los últimos años no son toda la historia.

Vete a la serie larga de verdad, la que arranca en 1926. Un dólar invertido entonces en pequeñas compañías americanas terminó 2025 convertido en unos 43.800 dólares. El mismo dólar en grandes se quedó en 21.400. Es un 11,3% anual frente a un 10,5%, o sea ocho décimas al año, que en cien años acaban siendo el doble de dinero. Son índices sin costes ni impuestos y no un fondo que pudieras haber contratado, eso por delante.

Fuera de Estados Unidos ocurre algo parecido y algo distinto a la vez. Desde finales de 2000, las pequeñas compañías globales han dado un 9,2% anual frente al 7,7% del mercado global completo. Pero si miras solo la última década se da la vuelta, con un 10,2% frente a un 12,3%. Y en los últimos cinco años la distancia en contra es todavía mayor.



Otra vez lo mismo. La respuesta depende de dónde pongas el corte.

Hay además un matiz que me parece importante. Asness y sus coautores publicaron en 2018 un trabajo que encontró que la ventaja de las pequeñas compañías se ve mucho más clara cuando controlas por la calidad del negocio. Ser pequeño, por sí solo, no basta. Hay que ser pequeño y decente, que es justo lo que intenta filtrar un proceso como el de Driehaus.

Y lo que hace interesante el momento es la valoración. Las pequeñas americanas cotizan a unas 0,77 veces el múltiplo de beneficios de las grandes, cuando su mediana histórica está en 1,04. Traducido, están con un descuento del 23% frente a las grandes, cuando lo normal ha sido que cotizaran ligeramente por encima.

Conviene decir también que el giro ya había empezado. En el primer semestre de 2026, el índice de pequeñas americanas subió un 22,6% frente al 10,3% de las grandes.

Ahora la parte que no vas a leer en ningún folleto. La bolsa no tiene ninguna deuda pendiente con las empresas pequeñas. Que lo hayan hecho peor durante diez años y que estén baratas son dos hechos distintos, y ninguno de los dos obliga a nada. Además ese descuento es el del índice, no el de la cartera de Driehaus, que lleva las compañías que lleva y a los precios que lleva.

Con esa salvedad, mi lectura es que hay argumentos históricos y de valoración para esperar que las pequeñas lo hagan mejor de aquí en adelante. Si sus beneficios acompañan y el descuento se estrecha, esas dos palancas juntas ayudan bastante.

Volvamos a las pegas, que queda la más práctica de las cuatro, y es donde se escapa el dinero. Un fondo no es un fondo, son varias clases del mismo fondo con comisiones distintas. En el de pequeñas compañías, la clase barata da un 5,7% anual a cinco años en su vehículo europeo y la clase A, que es la que suele acabar comprando un particular, da un 5,0%. Su índice, un 5,0% también. Mismo gestor, mismas acciones, mismas decisiones, y toda la ventaja se fue en comisiones antes de llegar al partícipe.

Y queda un apunte antes de que te entusiasmes con llevarte los dos. Comparando mes a mes desde 2019, se mueven casi exactamente igual, con una correlación de 0,97. No es

casualidad: tres de sus diez mayores posiciones son las mismas compañías. Tenerlos los dos no es diversificar, es pagar dos comisiones por el mismo riesgo.

Ah, y un detalle final. Hoy no puedes comprarlos. El de microempresas figura cerrado a nuevas aportaciones y el de pequeñas compañías solo admite dinero de quien ya está dentro.

Que un fondo de empresas pequeñas cierre me parece la mejor señal de todas, por cierto. Significa que prefieren gestionar bien lo que tienen antes que seguir captando un dinero que ya no cabe en las compañías que compran. Basta con decir que hay gestoras que nunca dicen que no, y eso siempre acaba pagándolo el que llega el último.

Entonces, ¿qué me parece? Me parecen dos fondos excelentes, y no lo digo a menudo. Dos décadas batiendo a su índice, sin conseguirlo asumiendo más riesgo de mercado, con un equipo que lleva junto desde hace veinte años, con especialistas de verdad donde hacen falta y con la disciplina de cerrar la puerta cuando toca. El de microempresas es de los mejores historiales que he visto en esta categoría. El de pequeñas compañías es algo menos espectacular y aun así gana a su índice por cuatro puntos al año durante veinte años, que es muchísimo más de lo que consigue casi nadie.

Y me parece, al mismo tiempo, que hoy no los puedes comprar, que la clase que te tocaría se come buena parte de la ventaja y que llevarte los dos sería pagar dos veces por lo mismo. Todo eso es verdad a la vez y nada de ello anula lo anterior.

Lo que sí te puedes llevar son las preguntas. Cuánto cayó y cuánto tardó en volver. Qué hay dentro más allá del nombre. Contra quién lo comparan y qué pasa si lo comparas con otra cosa. Y qué clase concreta puedes contratar tú, que casi nunca es la del folleto. Ninguna de las cuatro aparece en la primera página de una presentación comercial.

Y ahora te cuento lo que me he callado hasta el final.

Driehaus está en la cartera de Icaria Patrimonio FIL, el fondo que gestiono en Andbank Wealth Management.

No he escrito todo esto por curiosidad académica. Lo he escrito porque es exactamente el trabajo que hay detrás de construir una cartera con varias fuentes de rentabilidad, que consiste en buscar gestores que aporten algo que no puedas comprar en un índice, comprobar que su ventaja es real y no un disfraz de riesgo de mercado, y llegar a tiempo.

Esa última parte es la que no se ve. Que hoy estén cerrados a dinero nuevo no es una pega de la que quejarse. Es precisamente por lo que valía la pena hacer el trabajo cuando todavía se podía entrar. Los buenos fondos de empresas pequeñas acaban cerrando siempre, y el que llega después se queda mirando el historial desde fuera. Por cierto, Sohra Peak el fondo que analizamos y está también en Icaria Patrimonio también ha cerrado. Las increíbles rentabilidades obtenidas hacían que fuese bastante fácil de predecir.

Si esto te ha interesado, no es el análisis que hago sobre fondos, tienes muchos más aquí o en [icariacapital.es](https://www.icariacapital.es). He hecho lo mismo con el hedge fund macro que sostiene la cartera cuando todo lo demás cae, con el fondo que presta en países donde casi nadie se atreve, con los bonos catástrofe y con unos cuantos más. Los tienes todos en los [análisis de los fondos de Icaria Patrimonio](#).