

**Carta interin a co-inversores del BrightGate Focus  
1er semestre de 2021**

19 de julio, 2021, Madrid

*“How can smart people so often be wrong? They don’t do what I’m telling you to do: use a checklist to be sure you get all the main models and use them together in a multimodular way.”*

*Charlie Munger*

Queridos co-inversores,

Antes de nada, confiamos en que os encontréis bien tanto vosotros como vuestros familiares. Desde BrightGate Capital os mandamos nuestros mejores deseos en estos momentos difíciles que nos ha tocado vivir, y esperamos que no os hayáis visto afectados.

Me gustaría empezar con un resumen rápido del Fondo. El Fondo cerró el primer semestre del 2021 con una rentabilidad, después de las comisiones de gestión, del 8,2% (clase institucional), frente al 15,2% del S&P500, del 13% del MSCI World y del 3,7% del BofA Merrill Lynch. Aunque el Fondo no tiene ningún índice de referencia, los tres índices anteriores son los que recogen mejor nuestro potencial universo de inversión. Sin embargo, la gestión activa y concentrada del Fondo puede producir que, en el corto plazo, los resultados de éste puedan divergir en gran medida del de los índices. De hecho, el qué hará un índice en un determinado período, o cuál es su composición sectorial, entre otras cosas, son aspectos irrelevantes en el día a día de la gestión Fondo.

La filosofía del Fondo es formar una cartera de valores internacionales concentrada y con poca rotación. El universo de inversión no solo se limita a la renta variable, sino que también abarca bonos de alto rendimiento (*high yield*), bonos convertibles y acciones preferentes. En renta variable, nuestras preferencias son por empresas que operan en industrias predecibles (generalmente oligopolistas), sin deuda, y a valoraciones razonables, que puedan capitalizar nuestras inversiones, dadas las valoraciones actuales de mercado, a tasas del 7-9% como mínimo. Por otra parte, la rentabilidad exigida a las inversiones en renta fija es del 8-10% (después de los costes de cobertura), y dicha rentabilidad puede venir tanto por el cobro de los cupones como por la realización de ganancias de capital.

En cualquier caso, ya sea una acción o un instrumento de renta fija, el *modus operandi* es siempre el mismo: entender la rentabilidad del negocio en cuestión, y una vez extraída una visión clara, *enlazar dichos retornos de manera orgánica con la valoración*. En BrightGate Focus no nos conformamos con que las empresas hagan M&A, crezcan beneficios contables o, menos aún, la línea de ventas (frases “pegadizas” que nunca pasan de moda en los mercados), sino que el crecimiento se haga de manera rentable – es decir, que las inversiones superen nuestro coste del capital. Nuestros inversores pueden estar seguros de que la mayor parte de nuestro tiempo la dedicamos a dicha tarea.

El primer semestre del año ha deparado algunos cambios importantes para la cartera del Fondo que cubriremos en detalle en la siguiente sección. Esta es la cuarta carta que

escribimos desde el lanzamiento del Fondo en diciembre de 2019, con lo que es inevitable que algunos de los rasgos del proceso de inversión no hayan sido todavía completamente explicados. Dado que en una carta anterior explicamos nuestro método de valoración, esta carta la dedicaremos a explicar el uso de las listas de comprobación a la hora de tomar decisiones de inversión. Las listas de comprobación son un pilar fundamental en nuestro día a día, desde el filtrado de potenciales inversiones hasta empresas que ya tenemos en cartera, pero para las cuales la tesis de inversión puede haber cambiado. Desafortunadamente, las listas de comprobación no son una idea original nuestra, sino que ya han sido utilizadas asiduamente por otros reconocidos inversores anteriormente; sin embargo, y como esperamos mostrar, su utilidad no ha disminuido ni un ápice.

## **Novedades del semestre en nuestras posiciones**

Aunque nuestras posiciones más cíclicas en carbón, mineral de hierro y petróleo han permitido una revalorización aceptable del Fondo durante el semestre, los últimos seis meses han sido bastante decepcionantes en lo que se refiere a dos de las principales tesis de inversión en las que estamos invertidos: los fabricantes de memoria y las preferentes de Fannie Mae y Freddie Mac (GSEs). Mientras que en el primer caso la tesis no ha cambiado y sigue el curso que trazamos cuando iniciamos nuestra posición en verano del año pasado, la inversión en las GSEs se ha desarrollado peor de lo que esperábamos.

La revalorización de los fabricantes de memoria (SK hynix, Micron Technologies y Samsung Electronics) en lo que llevamos de año ha sido prácticamente nula, y dado su peso en el total de la cartera, ha lastrado la rentabilidad del Fondo durante el semestre. Sin embargo, lo más importante no es lo que han hecho los precios de las acciones, sino su realidad operativa y lo que podemos esperar de ahora en adelante. Durante el semestre, los precios de la memoria DRAM tuvieron un comportamiento muy positivo, impulsando los márgenes de los tres fabricantes. De hecho, la demanda de memoria (tanto DRAM como NAND) hubiese sido mayor si no hubiese habido cuellos de botella en el resto de los semiconductores. La disciplina en nueva inversión de los productores ha seguido siendo buena, y se sigue presenciando las dificultades en DRAM de seguir miniaturizando la tecnología a un ritmo y coste aceptable (lo que se conoce, de manera poética, como “el fin de la Ley de Moore”). Por ejemplo, SK hynix [anunció recientemente](#) que su nuevo nodo en DRAM, el 10nm 1α, y que se va a producir por primera vez a gran escala con tecnología EUV (incrementando sustancialmente los costes del proceso), va a permitir una mejora del 25% en el número de chips producidos en una misma oblea respecto al nodo anterior, el 10nm 1z. Dado que el 1z [entró en producción](#) hace año y medio aproximadamente, las mejoras del 25% del último nodo 1α se traducen en incrementos anuales del 15% (en línea con nuestro caso base), lo que es una reducción considerable respecto a los incrementos anuales de hace varios años de aproximadamente del 30%. El fin de la Ley de Moore hace que los menores incrementos de oferta dados por el cambio tecnológico sean más fáciles de coordinar para los productores. Y dado que la demanda de memoria DRAM se espera vaya a crecer por encima del 10% en los próximos años, creemos que los mejor está todavía por llegar para los tres fabricantes.

Por otra parte, nos quedaríamos cortos si dijésemos que nuestra inversión en las GSEs ha sido, hasta la fecha, muy decepcionante. Nuestra tesis original se basaba en dos posibles vías para la monetización de nuestras preferentes. La primera, que la Administración Trump (a través del por aquel entonces secretario del Tesoro, Steve Mnuchin, y el director de la FHFA,

Mark Calabria) suspendiese el *net worth sweep* (por el cual las GSEs están obligadas a pagar todo su beneficio al Tesoro *ad eternum*), eliminase las preferentes senior del gobierno en las compañías y finalmente las recapitalizase con una ampliación pública de capital. Nada de eso ocurrió antes de enero de este año. En vez de eso, Calabria lastró a las compañías con unos requisitos de capital muy punitivos (en línea con el negocio bancario, aun cuando el de las GSEs es muy diferente) y no eliminó el *net worth sweep*, aunque al menos permitió a las compañías retener beneficios hasta que se alcanzasen los nuevos mínimos de capital establecidos – sin embargo, una vez alcanzados, tendrían que seguir pagando todos sus beneficios al Tesoro de nuevo.

La segunda ruta era el fallo del Tribunal Supremo en el caso *Collins vs. Yellen*, la cual se produjo a finales de junio y fue contraria a nuestros intereses. El punto importante por dirimir era si el *net worth sweep*, que se estableció en agosto del 2012, estaba en línea con los deberes de un conservador (*conservator*) o no. Dado que un conservador se supone que debe velar por “conservar” los activos de la compañía en cuestión y no descapitalizarla como ocurrió con las GSEs, parecía bastante probable que el Supremo fallase a favor de los accionistas. En vez de eso, los nueve jueces del Supremo por unanimidad se dedicaron a hacer una lectura muy oportunista, argumentando básicamente que los poderes “incidentales” de la FHFA le permitía hacer lo que quisiese con las GSEs, creando un precedente único de expropiación de la propiedad en EEUU (para aquellos interesados en leer más, [este artículo](#) es un buen resumen).

Pero lo más importante, ¿qué podemos esperar de ahora en adelante? De nuevo, hay dos posibles vías para una resolución favorable de la inversión. El primero vuelve a ser legal, y es que todavía quedan dos casos en los que hay que alcanzar una resolución (entre ellos, el que dirimirá el juez Royce Lamberth). Y el segundo vuelve a depender de la voluntad política, en este caso de la Administración Biden, por alcanzar una solución en el único tema de la gran crisis financiera del 2008 que está todavía por cerrar. Dadas las metas de Biden de promover un acceso a la vivienda más equitativo, y la imposibilidad de las GSEs de cubrir dichas necesidades actualmente dados sus niveles de capital, es de esperar que el inminente nombramiento de Biden del director de la FHFA dé pistas sobre el papel que las GSEs jugarán en la administración actual. El precio de las preferentes ya ha recogido todas las malas noticias posibles, y dado que cotizan a menos de un 10% del par, creo que siguen presentando una interesante opcionalidad y que las probabilidades de una resolución positiva son favorables. No hemos cambiado en lo más mínimo nuestra (después de las caídas, reducida) exposición a los títulos, ni preveemos hacerlo, a falta de noticias relevantes, durante los próximos trimestres.

Con independencia de lo anterior, hay varias lecturas sobre la inversión en las GSEs: unas de carácter general (como la disfuncionalidad de la clase política y judicial en el mundo occidental, con su visión cortoplacista) y otras más tocantes al Fondo. Respecto a estas últimas, y a riesgo de sonar obvio, lo mejor es limitar al máximo la exposición a situaciones de este tipo, en donde el desenlace depende de factores puramente no económicos. Seguimos pensando que las probabilidades cuando originalmente invertimos eran favorables, y aun así aquí estamos. Dichas historias, con el beneficio de la retrospectiva, son menos probables que ocurran con el resto de las posiciones de la cartera, donde la generación de beneficios es lo que dicta al final del día el resultado de la inversión.

## Principales movimientos de la cartera

La parte buena la hemos reservado para el final, y es que durante el semestre hemos seguido engrosando nuestra cartera de *compounders* con la incorporación de cuatro nombres, todos ellos empresas con las características que buscamos: negocios ya rentables y con interesantes posibilidades de crecimiento por delante, equipos directivos competentes, balances sin deuda neta o con importantes cantidades de caja y valoraciones razonables. Estos cuatro negocios representan actualmente el 21% de la cartera, y esperamos estar varios años invertidos en ellos. Sus características y las favorables tendencias estructurales en todos ellos nos hacen ser optimistas de que estas empresas, a nivel operativo, lo harán bien con independencia de lo que hagan los tipos de interés, la inflación o la evolución de la pandemia. Las cuatro empresas son North Media, Kaspi.kz, NICE Holdings y NICE D&B. Dado que las tres primeras ya han sido comentadas en las actualizaciones mensuales del Fondo, explicaremos nuestra tesis en NICE D&B, e invitamos a cualquier inversor interesado en las otras tres a contactarnos si quiere ampliar información.

NICE D&B es un buró de crédito corporativo en Corea, fundado en 2002 como una *joint venture* entre NICE y Dun & Bradstreet para proporcionar informes de crédito a entidades coreanas que buscaban entender la salud financiera de potenciales socios internacionales. La industria de los burós de crédito ha tenido tradicionalmente una estructura oligopolista, con altas barreras de entrada derivadas de la dificultad de crear una base de datos y de la poca rotación de la base de clientes (el coste anual de contratar los servicios de un buró para una empresa multinacional es bastante asequible). La industria de los burós en Corea no es una excepción. NICE Information Services (otra empresa del holding NICE, y en la cual estamos también invertidos a través de NICE Holdings) y NICE D&B controlan más de un 50% de la cuota de mercado, mientras que el resto está repartido entre otros dos competidores. El mercado tiene un tamaño de 291 mil millones de won (aproximadamente 220 millones de euros), y desde el 2012 ha venido creciendo a tasas medias anuales del 13% - y la pandemia no ha frenado dicho crecimiento. En realidad, la posición de NICE D&B es más dominante de lo que las cifras de cuota de mercado sugieren a primera vista, ya que deriva su mayor parte del negocio de aquellos estudios de crédito que involucran relaciones internacionales – es decir, o bien empresas coreanas estudiando socios internacionales, o empresas internacionales estudiando socios coreanos. Y en este subsegmento, el liderazgo de NICE D&B es indiscutible y su ventaja respecto a sus competidores inalcanzable, en virtud de su colaboración con Dun & Bradstreet, que le permite tener una base de datos de más de 400 compañías en más de 200 países. Respecto a los estados financieros, NICE D&B tenía ventas de ₩25bn. en el 2015, que pasaron a ser de ₩82bn. en el 2020, mientras que los beneficios residuales operativos han pasado de ₩4bn. a ₩9,6bn en el mismo período de tiempo. Dados unos modestos activos operativos netos de ₩14bn. a cierre del 2020, una caja neta de ₩54bn., ajustando los intereses minoritarios, y asumiendo crecimientos del 3%, nos salen valoraciones entre ₩18k y ₩23k por acción, que suponen revalorizaciones de aproximadamente el doble respecto a los precios actuales. Y, lo más importante, dada nuestra visión de inversión a largo plazo, es que dichos precios implicarían rentabilidades del 8% a perpetuidad. Creo que el reducido *free float* en una empresa ya de por sí pequeña (NICE Holdings tiene un 35% del accionariado, D&B un 3%, y otros inversores con vocación a largo plazo un 36% adicional, dejando un 26% en manos del público), las limitaciones para muchos extranjeros de invertir en Corea, junto con el aparente interés de los coreanos de comprarse un pisito en el barrio de Gangnam en vez de invertir en sus campeones

nacionales, son las razones por las que la acción sigue cotizando con un descuento sustancial, a pesar de sus notables avances en los últimos cinco años.<sup>1</sup>

Las principales desinversiones de la cartera durante el período han sido limitadas, limitándose a las acciones de Pilgrim's Pride (cuyas acciones subieron demasiado, y demasiado deprisa, y cuyo negocio no comparte las mismas favorables características de las empresas citadas anteriormente) y algunos bonos, como los convertibles de HC2 Holdings (la empresa ha refinanciado su estructura de capital y retirado los bonos), de EZCORP y los bonos senior de PBF Logistics. No descartamos en los siguientes meses seguir vendiendo las posiciones que nos quedan en los bonos de nuestras dos empresas de carbón térmico, dadas las más ajustadas rentabilidades a las que cotizan ahora. El entorno de renta fija actualmente es bastante duro y, aunque nos gustaría tener un porcentaje mayor de la cartera en este segmento en medio de las valoraciones bursátiles más elevadas de la historia, simplemente no hay oportunidades de crédito suficientemente atractivas para ser incluidas en la cartera.

A 30 de junio, el Fondo tiene un porcentaje en efectivo del 2,6%, estando el resto invertido como sigue: renta variable (*compounders*) un 74,8%, renta fija de alto rendimiento 8,6%, situaciones especiales un 12,1%, y preferentes un 1,8%. Nuestra cartera de renta variable a largo plazo está compuesta por 14 valores, y cotizando a unas métricas agregadas de EV/NOI LTM 16,2x y de EV/NOA 6,8x. La rentabilidad media sobre los activos operativos netos (RNOA) obtenida por estas empresas de media en los tres últimos años fue de un 34,3%. Por otra parte, la cartera de bonos de alto rendimiento tiene un YTW ponderado (en euros) del 8,4%, con una duración de 2,6.

## **Sobre el uso de las listas de comprobación**

Muchos de ustedes ya sabrán el papel central que juegan las listas de comprobación en el proceso de inversión del BrightGate Focus, pero hemos creído conveniente utilizar la parte final de la carta de este semestre para explicar en mayor detalle el concepto y su utilidad. Para aquellos interesados en una lectura en profundidad, el famoso cirujano Atul Gawande publicó en 2009 un libro, *The Checklist Manifesto*, en el que popularizó el concepto y explicó sus usos a través de varias disciplinas.<sup>2</sup> Gran parte de los conceptos que elaboramos a continuación han sido directamente extraídos de allí.

En primer lugar, y corriendo el riesgo de sonar muy obvio, ¿qué es una lista de comprobación? Es simplemente un instrumento útil que previene de errores críticos y fáciles de prevenir, pero que normalmente se pasan por alto, especialmente en profesiones especializadas en el que la toma de decisiones es un proceso complejo que no depende de una única variable, sino de muchas. Con la creciente complejidad del mundo de hoy en día, el número de profesiones en el que las decisiones se han vuelto intratables para la cruda intuición humana ha ido inevitablemente en aumento: desde los cirujanos, hasta los pilotos de aviones, pasando por arquitectos y, como no, el tema que nos ocupa, el mundo de la inversión.

---

<sup>1</sup> A pesar de los incesantes esfuerzos por un acceso a la vivienda más igualitario por parte de la Administración Minjoo desde mayo del 2017, los precios en el barrio de Gangnam han subido un 47% desde entonces, frente al 25% de la media nacional. Y eso en un contexto de medidas gubernamentales encaminadas a frenar la burbuja: las transacciones en Seúl han caído a la mitad durante el último año, de 26 mil unidades en julio del 2020 a 13 mil en mayo de este año. Parece ser que las consecuencias de las estúpidas políticas monetarias de todo el orbe no conocen fronteras.

<sup>2</sup> Hay versión en español, con el título *El Efecto Checklist: Cómo una Simple Lista de Comprobación Elimina Errores y Salva Vidas*, 2011, Editorial Antoni Bosch.

No es ningún secreto que los mejores inversores de la historia han utilizado listas de comprobación, o mecanismos similares, a la hora de tomar decisiones. Por ejemplo, esto es lo que Monish Pabrai, el legendario inversor indio, y al cual sigo de manera regular, tiene que decir sobre las listas de comprobación en su proceso de inversión:

*“Boeing no se sienta simplemente de brazos cruzados y se pone a escribir de la nada una lista de comprobación para despegues. Dicha lista se ha creado tras 60-70 años de fallos que han desencadenado acontecimientos que han provocado la redacción de esta. Nuestra lista de comprobación inversora ha sido diseñada de la misma manera. Me he fijado en los errores que he cometido desde que comencé a invertir, y me he fijado en los errores de otra gente que respeto, tales como Warren Buffett y Charlie Munger, LongLeaf Partners, etc. Cuando estudio dichos errores, me preguntó cuál es la razón por la que se perdió dinero en esa inversión, y si dicha razón era visible desde el comienzo. ¿Era visible también antes de que se realizase la inversión? En la mayoría de los casos, las razones son extremadamente obvias.*

La frase de Charlie Munger con la que hemos decidido empezar esta carta ilustra también el hecho de que el uso de listas de comprobación ha debido ser muy común en la historia de Berkshire Hathaway.

¿Cuáles son las mejores prácticas a la hora de confeccionar dichas listas? A riesgo de simplificar el libro de Gawande, destacaríamos tres puntos:

- Ser precisa, ir al grano, no intentar explicarlo todo – una lista de comprobación no puede “invertir por sí sola”. Como señaló Warren Buffett una vez, una lista de comprobación no puede reemplazar el tener que pensar sobre las inversiones. Según Gawande, las listas bien hechas suelen tener entre 5 y 9 apartados, aunque depende del campo en que se apliquen.
- Fáciles de utilizar en situaciones difíciles o de stress.
- Definir el momento en que dicha lista se utilizará; por ejemplo, antes o después de la decisión de inversión.

La lista de comprobación que utilizamos en BrightGate Focus se divide básicamente en seis apartados, que son: conocimiento del negocio, sectores que excluimos (o círculo de competencia), si la empresa tiene deuda, cómo es el equipo directivo, la valoración a la que cotiza el instrumento y si la inversión tendrá algún catalizador. La importancia relativa de cada uno de estos apartados varía en función de la clase de activo en cuestión: por ejemplo, en nuestras acciones no solemos valorar la presencia de catalizadores, mientras que en renta fija (y en las situaciones especiales) dicho atributo es crucial (ej. los bonos se refinancian, pueden ser llamados, se pagan cupones, etc.).

Dado que una explicación en detalle de todos los puntos sería muy larga, nos centraremos en un punto que creo que es fundamental y que a menudo está malentendido: la cantidad de deuda que tiene una empresa.

No es exagerado si digo que la estructura de capital es el primer atributo que consideramos a la hora de filtrar compañías. A la hora de invertir en renta fija, es obvia la importancia de la deuda (si la compañía no tiene deuda pues no hay nada en lo que invertir!), pero no así cuando se realizan filtros de acciones. Los filtros que aplican la mayoría de los gestores

suelen ser cuantitativos, tales como múltiplos (una práctica que puede ser peligrosa, como explicaremos en una futura carta) o evolución de cualquier magnitud financiera, o algunas veces cualitativos (¿en qué sector opera la empresa?), pero en cualquier caso difícilmente la cantidad de deuda de la empresa en cuestión figura como uno de los aspectos fundamentales a filtrar. Hay al menos tres razones por las que dicha práctica puede ser imprudente.

La sabiduría académica, encarnada en los teoremas de Modigliani-Miller (M&M) de hace cinco décadas, así como la práctica de muchos gestores, sugiere que (en ausencia de impuestos) la estructura de capital es irrelevante en la valoración de una compañía. Según M&M, en un mundo de previsión perfecta y agentes racionales, cuando el apalancamiento cambia, los inversores ajustarán automáticamente la tasa de descuento a aplicar a los flujos futuros de la compañía en cuestión, dejando la valoración intacta. Los inversores pueden obtener mayores flujos con un apalancamiento mayor, pero dicho apalancamiento tiene un riesgo, que se ve perfectamente reflejado en la tasa de descuento. En este sentido, los inversores ven a través del “velo corporativo” y hacen una valoración insesgada correcta de dichos flujos. A su vez, las empresas eligen libremente su estructura de capital, en base a sus preferencias. En la práctica, aunque muchos gestores probablemente no conozcan las proposiciones de M&M, sus modos de proceder las santiguan de manera indirecta, al comprar empresas con irrelevancia de si tienen mucha deuda o no: generalmente justifican de manera ligera que la estructura de capital es “sostenible” dado el tipo de negocio en el que opera la empresa, y pasan rápidamente a otra cosa.

La realidad, sin embargo, es más compleja. Mientras que en el mundo mítico de M&M las empresas pueden elegir libremente su estructura de capital, *en la vida real la estructura de capital no es una variable exógena, sino que viene determinada por otros factores – entre otros, la calidad del negocio*. Este [estudio de GMO](#), que, aunque ya tiene muchas lunas a sus espaldas, es de lo mejor que hemos podido encontrar, muestra que las compañías con mayor apalancamiento son aquellas con negocios más mediocres (medidos, en este caso, a través del retorno sobre los fondos propios). Es decir, la cantidad de deuda no es simplemente una variable discrecional en manos del equipo directivo (como ocurre en las operaciones de *private equity*), sino una pista importante de la calidad del negocio que tenemos entre manos.

En segundo lugar, la deuda también tiene efectos perversos sobre los modelos de valoración de las empresas, amplificando la incertidumbre inherente que tenemos en toda valoración. Consideren, por ejemplo, una empresa ficticia sin deuda neta que, tras un tiempo estudiándola, decidimos que su valor de empresa (y para los accionistas, dado que no hay deuda neta) está entre 8 y 10 euros. Como pueden ver, es un rango ya considerable, estando el límite superior un 25% por arriba del inferior, pero entra dentro de lo normal en términos de incertidumbre a la hora de valorar. Si ahora asumimos una empresa similar, pero con una deuda neta de 6 euros, los respectivos valores para los accionistas serían de 2 y 4 euros, resultando en una variabilidad en nuestras estimaciones del 100%. Es decir, mientras que en el primer caso se puede realizar una estimación razonable del valor para los accionistas, en el segundo caso es básicamente tirar una moneda, a pesar de que ambos casos el negocio es exactamente el mismo. Y dado que la mayoría de las veces es imposible reducir nuestro rango de valoración (siguiendo la idea de Keynes de “incertidumbre radical”, que es la imposibilidad de incluso definir una distribución estadística para la mayoría de los acontecimientos), es mejor evitar este tipo de situaciones.

Una tercera y última consideración viene puramente de la sabiduría popular, y no es ni más ni menos que todos los gestores exitosos mencionan la cantidad de deuda como uno de los factores más importantes detrás de sus peores decisiones de inversión. Por citar solo un ejemplo, es conocida [la anécdota](#) de Buffett sobre un amigo inversor suyo, Rick Guerin, que se vio obligado a liquidar su cartera en la debacle de 1973-'74 por diversas *margin call* que tuvo. Otros inversores tales como Keynes, Greenblatt, Pabrai, Munger o Gayner han mencionado comentarios similares en el pasado.

Como siempre, les agradecemos su confianza y apoyo, y estaremos encantados de resolver cualquier pregunta que les haya podido surgir. Mientras tanto, que pasen un feliz verano.

Atentamente,

Javier López Bernardo, Ph.D., CFA  
*Portfolio Manager*

**BrightGate Capital, SGIIC**  
c/ Génova, 11 – 28004 Madrid  
Tel. +34 91 441 00 11  
[www.brightgatecapital.com](http://www.brightgatecapital.com)

## **Aviso Legal**

Este mensaje va dirigido, de manera exclusiva, a su destinatario y puede contener información confidencial y sujeta al secreto profesional, cuya divulgación no está permitida por la ley. En caso de haber recibido este mensaje por error, le rogamos que, de forma inmediata, nos lo comunique mediante correo electrónico remitido a [brightgate@brightgatecapital.com](mailto:brightgate@brightgatecapital.com) o a través del teléfono (+34) 91 441 00 11 y proceda a su eliminación, así como a la de cualquier documento adjunto al mismo. Asimismo, le comunicamos que la distribución, copia o utilización de este mensaje, o de cualquier documento adjunto al mismo, cualquiera que fuera su finalidad, pueden estar prohibidas por la ley.

Le informamos, como destinatario de este mensaje, que el correo electrónico y las comunicaciones por medio de Internet no permiten asegurar ni garantizar la confidencialidad de los mensajes transmitidos, así como tampoco su integridad o su correcta recepción, por lo que BrightGate Capital SGIIC, S.A. no asume responsabilidad alguna por tales circunstancias. Si no consintiese en la utilización del correo electrónico o de las comunicaciones vía Internet le rogamos nos lo comunique y ponga en nuestro conocimiento de manera inmediata.

Este documento tiene carácter exclusivamente informativo y no debe ser considerado ni utilizado como una oferta de suscripción de Fondos. Este documento ha sido preparado utilizando fuentes de información consideradas fiables. Sin embargo, no se garantiza la exactitud ni el carácter completo de la información, ni se asume responsabilidad alguna al respecto. El retorno total de los fondos está sujeto a fluctuaciones de los mercados. Rendimientos pasados no son garantía o proyecciones de rendimientos futuros. Las opiniones y previsiones aquí reflejadas pueden no ser compartidas por todos los empleados de BrightGate Capital SGIIC, S.A. y pueden ser modificadas sin previo aviso. BrightGate Capital es marca comercial de BrightGate Capital SGIIC, S.A.

**Información de Protección de Datos.** Responsable: Brightgate Capital SGIIC SA (A85543239)

Le informamos que sus datos identificativos y los contenidos en los correos electrónicos y ficheros adjuntos pueden ser incorporados a nuestras bases de datos con la finalidad de mantener relaciones profesionales y/o comerciales y, que serán conservados mientras se mantenga la relación. Si lo desea, puede ejercer su derecho a acceder, rectificar y suprimir sus datos y demás reconocidos normativamente dirigiéndose al correo emisor o en [protecciondedatos@brightgatecapital.com](mailto:protecciondedatos@brightgatecapital.com).

Este mensaje y cualquier documento que lleve adjunto, en su caso, puede ser confidencial y destinado únicamente a la persona o entidad a quien ha sido enviado.

Si desea darse de baja de nuestras publicaciones y envíos comerciales, responda este correo electrónico indicando en el asunto la palabra "BAJA".

Información Protección de Datos de Brightgate Capital SGIIC SA ([protecciondedatos@brightgatecapital.com](mailto:protecciondedatos@brightgatecapital.com)):

**FINALIDAD:** Informarle de nuestros productos y servicios por medios electrónicos. **LEGITIMACIÓN:** Interés legítimo en mantenerle informado en su condición de cliente y/o usuario. **CESIONES:** No se contemplan. **CONSERVACIÓN:** Durante la relación contractual y/o hasta que nos solicite la baja comercial y, durante los plazos exigidos por ley para atender eventuales responsabilidades finalizada la relación. **DERECHOS:** Puede ejercer su derecho de acceso, rectificación, supresión, portabilidad de sus datos y la limitación u oposición en el correo electrónico del responsable. En caso de divergencias, puede presentar una reclamación ante la Agencia de Protección de Datos ([www.aepd.es](http://www.aepd.es)).