

**Carta ínterin a co-inversores del SIH BrightGate Global Income Fund
1er semestre de 2021**

16 de julio, 2021, Madrid

*“There are two times in a man's life when he should not speculate: when he can't afford it
and when he can.”*

Mark Twain, Pudd'nhead Wilson's New Calendar

Queridos co-inversores,

Antes de nada, confiamos en que os encontréis bien tanto vosotros como vuestros familiares. Desde BrightGate Capital os mandamos un cariñoso abrazo a todos en estos momentos difíciles que nos ha tocado vivir, y deseamos que tanto vosotros como vuestros familiares y amigos no os hayáis visto afectados.

Nos gustaría empezar con un resumen rápido del Fondo. El Fondo cerró el primer semestre del 2021 con un NAV de 126,05, lo que representa una rentabilidad, después de las comisiones de gestión, del 5,98% (clase institucional), frente al 3,7% (en dólares) del BofA Merrill Lynch. Aunque el Fondo no tiene ningún índice de referencia, creemos que el índice anterior recoge en gran parte nuestro potencial universo de inversión, con la salvedad de que nuestro Fondo, por construcción, opera duraciones más cortas. El Fondo se creó el 14 de octubre de 2013, y la rentabilidad anualizada desde inicio ha sido del 2.95%. Los códigos ISIN de las distintas clases son LU0942882589 (clase A) y LU1984948874 (clase F).

La filosofía del Fondo es Buy & Hold con un mandato de inversión en crédito global con duraciones bajas, generalmente por debajo de 3. La cartera es relativamente concentrada, entre 40 y 45 posiciones, y recoge nuestras mejores ideas, que creemos ofrecen una rentabilidad ajustada al riesgo más atractiva que el crédito medio que puede encontrarse en los mercados de *high yield* (HY) de hoy en día. Aunque nos gusta mantener las posiciones tanto tiempo como podemos, nuestro Fondo en este sentido no sigue estrictamente una filosofía Buy & Hold tradicional, en donde las posiciones se compran y se mantienen hasta vencimiento, sino que constantemente las evaluamos en función del precio al que cotizan y la evolución de los fundamentales del negocio. En un entorno como el actual, de diferenciales crediticios estrechos y bajos tipos de interés, somos de la creencia de que las estrategias tradicionales Buy & Hold son malas candidatas para la cartera de cualquier inversor, ya que las elevadas valoraciones hacen difícil la reinversión de los cupones, utilizándose los pagos de intereses en la compra de bonos cada vez más caros. Creemos que la correcta reinversión de los cupones es una importante, y muy a menudo poco apreciada, fuente de rentabilidad en el largo plazo; nuestros inversores pueden estar seguros de que una gran parte de nuestra atención está dedicada a dicha tarea.

Respecto a la política de cobertura de divisas, la cartera estaba cubierta completamente a cierre del semestre. No esperamos cambios en la política de cobertura de divisas en lo que queda de año. A continuación, haremos un repaso de los primeros seis meses del año, centrándonos en la evolución de algunas de nuestras posiciones.

Novedades durante del semestre en nuestras posiciones

Las ganancias del Fondo durante el semestre estuvieron ampliamente extendidas, gracias a las subidas generalizadas de la mayoría de las posiciones de la cartera. Aunque somos conscientes de que un mercado alcista “eleva todos los botes” y no nos hacemos ninguna ilusión de ser más habilidosos que de lo que éramos el 31 de diciembre, creemos que la disciplina de mayor concentración y menor rotación de la cartera que empezamos el año pasado ha contribuido positivamente al resultado. Por otra parte, el gran detractor a los resultados han sido las preferentes de Fannie Mae y Freddie Mac, cuya tesis de inversión se ha desarrollado peor de lo que esperábamos, y que comentaremos en detalle en una sección aparte.

Como mencionábamos en febrero, seguimos creyendo que las valoraciones actuales, tanto en renta fija como en renta variable, no tienen parangón en la historia, con lo que los retornos a medio y a largo plazo de los índices serán inevitablemente mediocres. Los últimos seis meses de este año, con sus revalorizaciones adicionales, solo han valido para reforzar nuestra opinión. Una consecuencia directa para el Fondo de este estrechamiento de diferenciales crediticios ha sido que el porcentaje que mantenemos en liquidez ha ido gradualmente aumentando en los últimos meses, y representa actualmente el 15%. En las primeras semanas de julio dicho porcentaje ha seguido en aumento, y si nada cambia preveemos que dicho porcentaje fluctúe entre el 15 y el 20% – niveles similares a los que tuvimos antes del inicio de la pandemia. No se equivoquen, nuestro elevado porcentaje no se deriva de nuestra preocupación por una subida de tipos de interés, de un repunte de la inflación o de cualquier otra preocupación peregrina que se ponga de moda en los mercados, sino simple y llanamente de nuestra incapacidad para encontrar créditos suficientemente atractivos a día de hoy. Como decía Mark Twain en la frase con la que encabezamos la carta, no nos podemos permitir especular porque simplemente no haya nada inteligente que hacer. Nuestra experiencia nos ha enseñado que la correlación a lo largo del ciclo económico entre los distintos créditos que componen un determinado mercado es, en términos generales, mucho mayor que en la renta variable. Y hay varias y buenas razones para ello. Por ejemplo, la valoración de un crédito es relativamente más sencilla, ya que en muchos casos (aunque no siempre) la valoración del valor terminal y, por lo tanto, la estimación de la tasa de crecimiento pasa a un segundo lugar. Una consecuencia inevitable de lo anterior es que, en entornos de valoraciones elevadas, la renta fija, en términos relativos, presenta menos oportunidades que la renta variable. Con esto no queremos decir, ni mucho menos, que la aportación de una gestión activa en renta fija sea menor que en renta variable. Simplemente, sus componentes son otros. En particular, creemos que tener una suficiente flexibilidad tanto en términos geográficos, sectoriales, como en posiciones de liquidez es crucial para poder aprovechar las oportunidades de inversión que van surgiendo.

Nos gustaría añadir brevemente algunos comentarios respecto al segundo componente, el sectorial, y las implicaciones que creemos que la inversión ESG está teniendo en los mercados. Sinceramente, hace tres años no hubiésemos esperado que los sectores excluidos por dichos mandatos hubiesen estado cotizando a los diferenciales a los que cotizan en la actualidad. Especialmente, nos extrañan los precios a los que están saliendo muchas nuevas emisiones recientemente de productores de petróleo, a pesar de los razonables precios spot a los que está cotizando la materia prima. Aunque muchos inversores en estrategias ESG piensan que van a alcanzar la tierra prometida de mayores rentabilidades *y* salvar el planeta al mismo tiempo (¿quién decía que el marketing no ha progresado?), nosotros compartimos

la [misma opinión](#) de Cliff Asness, quien argumenta que dado que el impedimento de estas empresas para acceder a los mercados de capitales se va a traducir en un incremento del coste del capital de éstas, dicho incremento es básicamente la otra cara de la misma moneda por la que la rentabilidad de aquellos inversores dispuestos a prestar a estas empresas será más elevada que la media.

Somos de la opinión que ser sostenible no implica “demonizar” a un sector, sino invertir dentro de un sector de una manera racional y prudente. Por ejemplo, dentro de la minería de carbón hay empresas que extraen fósiles con una cantidad de kilocalorías por kilo muy superiores a otras (Consol produce un carbón con un poder calorífico de unas 6.500kcal/kg, muy superior al, por ejemplo, del de la mayoría de los productores en Indonesia, que suelen extraer carbón de 4.000kcal/kg.). Creemos que invertir en este tipo de productores eficientes es invertir con criterios responsables. Hay otras compañías que invierten o aportan fondos en otras actividades para compensar los efectos nocivos de su actividad principal. Para realizar una transición a un mundo más limpio necesitamos de muchos minerales que nos ayuden a dicha transformación – como el mercado parece que se está dando cuenta ahora en el caso del cobre, que será el pilar fundamental para la fabricación de baterías y la electrificación de la economía. Tan solo queremos animar a nuestros inversores a que no se dejen llevar por titulares populistas y sensacionalistas y profundicen para obtener sus propias conclusiones. Creemos que la transición energética va a tardar inevitablemente algún tiempo en realizarse (medido en décadas, no en semanas o trimestres) y, por ende, las readaptaciones de las carteras de los inversores a dicho escenario deberán de ser graduales y progresivas. Demonizar unos sectores lo único que produce son burbujas en otros (como podemos observar en los [mal llamados](#) bonos verdes). Cuando no haya rentabilidad que obtener de los sectores “limpios”, aparecerán inversores oportunistas, los cuales forzarán la reversión de las rentabilidades de unos u otros activos hacia la media – y de una forma dolorosa para unos cuantos.

Dicho lo anterior, pasamos a continuación a resumir los desarrollos que han ocurrido en nuestras principales posiciones en los últimos meses:

- **Carbón térmico (Alliance Resource, Consol Energy, Wilpinjong Mine):** nuestro dúo en carbón térmico, Alliance Resource y Consol Energy, siguieron mostrando mejoras en los fundamentales del negocio. En febrero, el Newcastle 6.000 kcal cotizaba a unos 85 dólares (nivel que ya era rentable para los dos productores), mientras que, a día de hoy, está en unos 125\$, permitiendo que las empresas estén mostrando una generación de caja muy elevada, en línea con el último gran ciclo del carbón térmico que vivimos en 2017-‘18. Estimamos que, tanto en el caso de Consol como el de Alliance, la generación es tan robusta que podrían repagar toda su deuda, si así lo quisiesen, en menos de dos años. En las próximas semanas ambas presentan resultados, y esperamos ver mejoras en los precios de los contratos cerrados para los próximos meses, así como planes más concretos del uso de toda esa caja. Creemos que, en línea con la historia, el uso del capital será prudente. Sin embargo, los bonos siguen cotizando con unos diferenciales de rentabilidades respecto al mercado, a todas luces, simplemente absurdos, y que solo se pueden achacar a la imposibilidad de muchos inversores a poder invertir en este sector. En esta línea, hemos iniciado también durante el semestre una posición en bonos con primera prenda sobre una de las mejores minas de Peabody Energy, la mina Wilpinjong en Australia. Llevamos siguiendo la historia de Peabody con interés desde su quiebra en 2016 (y posterior

reorganización en el 2017), pero nunca nos decidimos hacer nada ya que, a pesar de sus excelentes activos en Australia, una gran parte de su producción total de carbón térmico viene de la cuenca Powder River en Estados Unidos, que se caracteriza por un carbón de baja calidad y que presenta muchas dificultades para ser movido grandes distancias (a diferencia del de Consol y Alliance). No es de extrañar que sea la producción de dicha cuenca la que haya mostrado caídas más acusadas en los últimos años, frente a las mostrados por la cuenca de Illinois (Alliance) o la de los Apalaches (Consol). La pandemia fue dura para la salud financiera de Peabody el año pasado y, aunque no tuvo que volver a acogerse a un procedimiento concursal, llevó a cabo una reestructuración de su deuda que, entre otras cosas, provocó la creación del crédito que estamos hablando. Actualmente el bono sobre la mina de Wilpinjong paga alrededor de un 11%. Wilpinjong es una mina a cielo abierto en Australia, con una producción anual de 14 millones de toneladas y un producto con un elevado poder calorífico. Estimamos que los costes de operar la mina por tonelada de carbón son de 20 dólares, lo que sitúan a la mina en el primer decil a nivel mundial, y calculamos que las necesidades de capex futuras serán mínimas (unos 20 millones al año). Adicionalmente, el crédito tiene un barrido de caja excedentaria que se destina a repagar anticipadamente el bono, y que limita en gran medida posibles malas decisiones de asignación de capital. Los 400 millones de deuda que está soportando la mina son asumibles (estimamos rangos de generación de caja anuales de entre 50 y 200 millones, dependiendo de los precios del carbón). Y, lo mejor de todo, es que no dependemos de las fortunas de los activos estadounidenses en absoluto. A pesar de la atractiva rentabilidad del bono y de la clase mundial de la mina en cuestión, el hecho de que sea un bono con un único activo crea un riesgo idiosincrático inherente que, aunque creemos que es bajo, no se puede diversificar (ej. inundación de la mina), y es la razón por la que el peso que hemos adoptado en la posición sea menor que en los casos de Alliance y Consol.

- **Productores de petróleo (Siccar, Okea, DNO, GKP):** aparte de una generación de caja mayor a la que estimábamos a principio del año gracias a precios del petróleo mayores, no ha habido noticias operativas importantes sobre estos productores. Nuestra exposición en estos créditos no ha cambiado tampoco desde entonces. Creemos que los bonos de Gulf Keystone van a ser refinanciados próximamente, aunque no esperamos dificultades en encontrarles un reemplazo (o bien con bonos de la misma empresa, el caso más probable, o de otras). Recordemos que tanto Siccar como Okea operan en el Mar del Norte con costes bajos, ya que los activos *offshore* suelen tener costes operativos bajos una vez la elevada inversión inicial ha sido realizada. A precios actuales de 70-75 dólares Brent la generación de caja en ambas es extremadamente robusta, los proyectos adicionales que planean hacer son de bajo riesgo operativo (geología muy bien conocida, expansiones de campos ya en funcionamiento, incrementos de producción de forma gradual, etc.) y el riesgo crediticio bajo. Los bonos siguen cotizando con diferenciales respecto al mercado superiores a los 300 puntos básicos y, de nuevo, nos cuesta encontrar una explicación aparte de la limitación sectorial de muchos inversores – aunque, en estos casos, el pequeño tamaño de las emisiones y el hecho de que no tengan calificación crediticia son factores también a considerar.

- **Turning Point Brands:** los resultados presentados por la compañía relativos al cierre del año pasado (presentados en febrero) y al primer trimestre de este año (presentados en abril) solo han hecho reforzar nuestra convicción de que la creación de valor para los accionistas (y, por ende, para los bonos convertibles) en los próximos años va a ser muy elevada. Las favorables tendencias del año pasado se han mantenido durante este, y los segmentos de papel de liar y de tabaco oral han seguido mostrando fuertes crecimientos en volúmenes y precios, ayudados en gran parte por la nueva gama de productos lanzada por la empresa. Por otra parte, el segmento de cigarrillos electrónicos sigue en pérdidas, las cuales esperamos se reduzcan drásticamente los próximos años una vez los competidores acaben saliendo de la industria definitivamente (gracias a los difíciles procesos de aprobación de producto de la FDA). Aunque la empresa cotiza actualmente a unos exigentes 3 veces NOA y 22 veces NOI (para una empresa que históricamente ha generado RNOAs en el entorno del 17%), creemos que la expansión en ciernes de la rentabilidad del negocio, junto con unos elevados volúmenes de crecimiento, permitirán a la empresa justificar su múltiplo y, en escenarios más optimistas, ser un doble de aquí al 2024 (momento en que vencen los convertibles). A pesar de que las rentabilidades a vencimiento son ligeramente negativas actualmente, creemos que dicha opcionalidad es francamente interesante y, dado que conocemos bien la historia, seguimos tan expectantes con la evolución del negocio como si fuese nuestro primer día en él.
- **Frigorífico Concepción:** iniciamos nuestra posición en Frigorífico Concepción en enero del año pasado, con una rentabilidad a vencimiento del 10,25%. Frigorífico es una pequeña empresa cárnica paraguaya con capacidad de 400.000 cabezas de bovino al año. La tesis era sencilla: dado el importante apalancamiento operativo del emisor, así como la inminente entrada en funcionamiento de una planta en Bolivia (que les permitiría exportar a China), permitirían a la empresa beneficiarse de los elevados precios de la carne, resultado del brote de Peste Porcina Africana que ocurrió en China hace algunos años (esta enfermedad, por lo visto, no se escapó de ningún laboratorio). Un año y medio más tarde la empresa nos ha retirado los bonos a 112 y, signo de los tiempos, ha emitido unos nuevos al 2026 con rentabilidades inferiores al 8%. Eso no es todo: a pesar de que intentamos ir a la nueva emisión, la sobresuscripción con la que salió la emisión nos ha dejado fuera del crédito. Podríamos haber ido al secundario (pagando la prima adicional respectiva), pero no hay que olvidar que, como todas las materias primas, los precios de las proteínas son cíclicos, y de aquí al vencimiento del bono estamos seguros de que volveremos a tener una oportunidad. Por el momento, preferimos volver a encomendarnos a Mark Twain. Dado que a precios más bajos del vacuno la empresa podría llegar a estar apalancada a 4-5 veces EBITDA, nos preguntamos cuántos inversores de los actuales querrán estar invertidos cuando eso pase, en una empresa con poco tamaño, altamente cíclica, en una geografía frontera y en una emisión tan pequeña.

Actualización de la inversión en las preferentes de Fannie Mae y Freddie Mac

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.

Para concluir, el Fondo tiene un YTW (en euros) del 4,8% y una duración de 2,8. Creemos que estas métricas nos seguirán permitiendo obtener un rendimiento razonable los próximos meses y dotarnos de la flexibilidad para las posibles oportunidades que puedan surgir a lo largo del año.

Estamos a su entera disposición para contestar a cualquier pregunta que pueda surgir o para entrar en detalle en cualquier nombre de la cartera.

Atentamente,

Jacobo Arteaga Fierro
Portfolio Manager

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

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 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.

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):

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).