BrightGateCapital
INVESTMENT~INTELLIGENCE

Carta ínterin a co-inversores del SIH BrightGate Global Income Fund
1er semestre de 2022

31 de agosto, 2022, Madrid

"It's frightening to think that you might not know something, but more frightening to think that, by and large, the world is run by people who have faith that they know exactly what is going on."

Amos Tversky

Queridos co-inversores,

Esperemos que estéis bien en estos meses festivales del año.

Nos gustaría empezar con un resumen rápido del Fondo. El Fondo cerró el primer semestre del 2022 con un NAV de 121,79, lo que representa una rentabilidad, después de las comisiones de gestión, del -5,6% (clase institucional), frente al 13,7% (en dólares) del US HY 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.

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, que tanto para renta variable como renta fija han sido de los más convulsos de toda la historia.

Nuestra (breve) visión de los mercados

Decir que el comportamiento de los activos de renta fija ha sido decepcionante durante el primer trimestre del año sería definitivamente quedarse corto. Tanto en los bonos de grado de inversión (IG) como en los de alto rendimiento, las pérdidas han sido elevadas, como lo atestiguan las caídas del 13,7% del HY estadounidense, del 15% del HY europeo o de casi el 20% en el caso de la renta fija emergente. Pero lo peor para la mayoría de los inversores no son las pérdidas *per se*, sino la situación que tenían sus carteras de renta fija al inicio del año, llenas de emisiones con rentabilidades cercanas a cero o negativas. Huelga decir que, con cupones de partida tan bajos, dichos inversores encontrarán que el proceso de cicatrizar las pérdidas de tan solo seis meses se alargará varios años – *para algunos, incluso una década*.

La raíz fundamental de las fuertes caídas en renta fija no es otra que la que veníamos anunciando en nuestra carta ínterin del año pasado, a saber, 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".

Y, sin embargo, dichas caídas *no son necesariamente malas noticias*. En nuestra opinión, la pregunta correcta a formular es si, tras las recientes correcciones en las valoraciones, los retornos a futuro a partir de ahora serán más atractivos. Y la respuesta es que sí, al menos en lo que se refiere a los rendimientos de la renta fija de alto rendimiento, aunque *las correcciones simplemente han traído dichos rendimientos futuros en línea con los históricos*.

Desgraciadamente, no somos los primeros en señalar esta discrepancia entre los resultados a corto plazo y a largo plazo, ya que casi hace una década James Montier, el economista jefe de GMO, escribió un brillante artículo en el que describía de manera mucho más poética que nosotros la situación de los inversores de aquel entonces como una elección entre el purgatorio y el infierno. En el purgatorio podrían pagar sus pecados por los excesos pasados (léase, inversiones realizadas a valoraciones absurdas), sufrir pérdidas en el corto plazo, pero a la vez reinvertir los flujos de dinero actuales a tasas más elevadas (gracias a unas valoraciones más baratas), para así asegurarse mayores rendimientos futuros. Por otra parte, en el infierno los inversores estarían condenados a una década de retornos paupérrimos, pero, por otra parte, dado ese ambiente continuado de elevadas valoraciones, nunca estarían expuestos a pérdidas en el corto plazo.

Montier hacía referencia en aquel entonces a la elección de los inversores entre distintas clases de activos, pero su alegoría es incluso más acertada en el contexto de la renta fija que comentamos anteriormente, por el simple hecho de que *la renta fija es una de las pocas clases de activos en los que los flujos de caja están contractualmente establecidos* (tanto su cuantía como su plazo), con lo que la importancia de su reinversión de manera apropiada es aún mayor. Pongamos un ejemplo sencillo. Imaginen que el año pasado compraron un bono del gobierno estadounidense a 10 años a par, con una rentabilidad a vencimiento del 1,5% pagadera anualmente. Dado que, en principio, es *un instrumento libre de riesgo crediticio*, si dicha inversión se mantiene hasta vencimiento (y el precio del instrumento se mantiene constante durante toda su vida, un supuesto crucial como ahora veremos) el riesgo de cualquier cambio en la *rentabilidad nominal* de la inversión es de cero. Ahora pongamos dos escenarios. En el primero, el bono cotiza a par durante los diez años de su vida de manera permanente, con lo que la reinversión de los cupones se realiza, obviamente, al mismo 1,5%.

En el segundo escenario, los tipos a largo plazo pasan a un 3% en el primer año, y se quedan en ese nivel hasta el vencimiento del instrumento. ¿En qué escenario están mejor los inversores? Obviamente en el segundo, ya que las mayores tasas de reinversión desde el segundo año en adelante aumentarán la rentabilidad final de dichos inversores hasta el entorno del 2-2,5%, frente a la rentabilidad del 1,5% del primer caso. Eso sí, no ha sido un camino de rosas, ya que un bono con dichas características (rentabilidad del 1,5%, vencimiento a diez años, cotizando a par) tiene una elevada duración, de aproximadamente 9 más concretamente, con lo que los inversores en el segundo escenario tuvieron pérdidas mayores al 15%.

Ya se pueden imaginar que dichos inversores en el mundo real no estarían celebrando las caídas del 15%, sino más bien intentando dar vanas explicaciones de por qué nadie vio subir los tipos al nuevo nivel del 3%. Es un ejemplo más del efecto conocido en las finanzas conductuales como la *aversión miope a la pérdida*, en la que los inversores dan una importancia desmesurada a las pérdidas ocurridas en el corto plazo (las pérdidas, de acuerdo con la *teoría prospectiva* de Kahneman y Tversky, pesan el doble en nuestros cálculos que las ganancias), con independencia de los potenciales resultados a largo plazo. Y como nos recuerdan Benartzi y Thaler, este efecto es especialmente pronunciado entre aquellos inversores que suelen comprobar la evolución de sus carteras más a menudo.

El ejemplo anterior, aunque ilustrativo, ha dejado de lado un aspecto fundamental, que no es otro que el hecho de que las expectativas de tasas de impago cambian a lo largo del ciclo económico. Es decir, aunque el ejemplo sea aplicable a la mayoría de las inversiones de bonos IG, no lo es estrictamente hablando en el caso de los bonos HY, ya que una subida de tipos podría, por ejemplo, enfriar el ciclo económico y generar más tasas de impagos – con lo que la posibilidad de reinvertir a tasas superiores en el futuro se podría ver más que compensada por un nivel de impagos mayor. Aunque esto es correcto académicamente hablando, no creemos que los participantes en el mundo real hayan descontado este escenario (con la muy posible excepción de los bonos HY chinos), como lo muestra el hecho de que los índices de IG han caído, por normal general, más que los de HY.

Esto nos trae a nuestro último punto de esta carta, que es qué va a pasar con el nivel de tasas de impago a futuro y con las condiciones económicas generales dado este escenario de tipos de interés e inflación más elevados. La verdad es que no tenemos ni la más remota idea, pero lo peor (al igual que mencionaba Tversky en la frase con la que hemos encabezado esta carta) es que tampoco ni los participantes de los mercados, ni mucho menos la Reserve Federal, tienen idea de lo que va a pasar, aunque salgan todos los días con sofisticados "análisis" y declaraciones afirmando lo contrario. Nuestra tarea, a este respecto, es más sencilla: encontrar una cartera sectorialmente diversificada de créditos con balances relativamente más robustos que la media del mercado, con a su vez rentabilidades superiores a las del mercado en su conjunto. Aunque esta ha sido una tarea verdaderamente hercúlea durante el último año debido al ambiente de elevadas valoraciones que hemos vivido, dicha tarea se ha simplificado un poco, tal y como les explicamos a continuación.

Novedades durante del semestre en nuestras posiciones

El comportamiento positivo de muchos de nuestros créditos en el sector energía (especialmente nuestras mineras de carbón térmico y nuestros productores de petróleo) nos permitió aguantar el semestre mejor que los principales índices de renta fija, cerrando este

período con caídas del 5,6%. Aunque las pérdidas nunca son motivo de celebración, nos hemos centrado todo este tiempo en aprovechar el "purgatorio" actual como fuente de retornos futuros, tal y como hicimos a mediados del 2020. A este respecto, aunque la duración de la cartera y el porcentaje de caja que mantenemos se han mantenido aproximadamente constantes, hemos aumentando la rentabilidad a vencimiento del fondo en 250 puntos básicos (de 4,5% a 7%, aproximadamente), lo que, teniendo en cuenta el vencimiento medio a cuatro años de los bonos, hace que la matemática de los retornos futuros sea favorable, en nuestra opinión (por así decirlo, hemos dado 5,6% puntos de rentabilidad en favor de una corriente futura de 250 puntos básicos mayor de cuatro años de duración), siempre con el *proviso* de que por el camino no hayamos aumentado de manera involuntaria las tasas de impago futuras de nuestra cartera, una variable desconocida a día de hoy.

La principal novedad de la cartera es que, por primera vez desde el lanzamiento del Fondo, la mayoría de las oportunidades que se nos han presentado han venido de Europa, una geografía de la que habíamos estado hasta ahora, con excepción de algunos créditos subordinados financieros o empresas industriales en los países nórdicos, prácticamente ausentes. Como hemos explicado en cartas anteriores, año tras año encontrábamos en Europa la combinación de empresas más apalancadas con rentabilidades inferiores. Por el contrario, ahora hemos aprovechado para incorporar al Fondo desde empresas en el sector de la construcción inmobiliaria residencial (cuya tesis detallamos más abajo), hasta empresas fabricantes de componentes para el mundo de la automoción, pasando por créditos subordinados de empresas financieras, un nicho en el que solo invertimos de manera muy oportunista. En la mayoría de estos casos hemos cerrado rentabilidades por encima del 7% en euros, en empresas con calificaciones crediticias BB y en sectores que conocemos bien. Como comentábamos antes, no sabemos la magnitud de la próxima desaceleración económica ni tampoco si las emisiones compradas aumentarán aún más sus rentabilidades a vencimiento (con las consiguientes pérdidas a corto plazo), pero lo que sí sabemos es que a precios actuales dichas emisiones son atractivas si se tiene una visión a largo plazo y si se confía (como es nuestro caso) en la solidez del balance y del negocio de estos emisores.

Dicho lo anterior, pasamos a continuación a resumir los movimientos más relevantes que han ocurrido en la cartera durante los primeros seis meses del año:

- **Carbón térmico (Alliance Resource, Consol Energy, Wilpinjong Mine, Warrior Met Coal):** si alguien nos hubiese dicho hace un año que las empresas de carbón térmico iban a actuar como inversiones contra cíclicas en un período de aumento de tipos de interés y preocupación por el crecimiento económico global, francamente, no le hubiésemos creído. Pero así ha sido. Poco ha importado la creciente animadversión contra la industria y el papel de los fondos de inversión "responsable" (temas que tratamos en profundidad justamente en la misiva de hace un año), ya que durante los primeros seis meses del año los bonos de todas estas empresas han seguido su tendencia ascendente y, por primera vez en mucho tiempo, han empezado a cotizar por encima de par. Este comportamiento ha estado ayudado, obviamente, por el aumento del precio del gas natural (principal sustituto del carbón térmico) como consecuencia de la guerra de Rusia contra Ucrania, provocando que los precios del carbón térmico hayan pasado a cotizar a los niveles más elevados de toda su historia. Nuestras empresas productoras de este tipo de carbón (Alliance,

Consol y Peabody) se han visto fuertemente beneficiadas, ya que dicha emergencia energética les ha permitido volver recuperar sus niveles de producción prepandemia y limpiar completamente la deuda de sus balances. Como consecuencia, y en vista de la reducida rentabilidad de estos bonos (en algunos casos menor a un 4% en euros), durante el semestre vendimos nuestras posiciones en Alliance Resource, en Peabody (el bono con la mina de Wilpinjong en Australia como prenda) y en Warrior Met Coal, quedándonos solamente con la posición de Consol, que seguimos pensando que presenta unos diferenciales crediticios todavía elevados. Dado que los bonos de Alliance y de Warrior no vencen al menos en los tres próximos años y que la industria del carbón es altamente cíclica, no dudamos de que volveremos a tener estos bonos en cartera otra vez en un futuro.

- **Productores de petróleo (Siccar, Okea, DNO, GKP, Pandion, Lime, Frontera):** al igual que las empresas de carbón térmico, nuestros productores de petróleo han aguantado bien la primera parte del año, en parte porque comenzaron el año con diferenciales muy elevados (que se han estrechado desde entonces) y en parte porque los precios del petróleo, al igual que los del carbón, han sido elevados, permitiendo a dichas empresas generar elevadas cantidades de caja. Aunque hemos vendido muchos créditos de empresas de petróleo durante los primeros seis meses del año, ya que varias de ellas o bien han refinanciado sus bonos, o han sido compradas (Siccar), o simplemente los diferenciales de crédito se han estrechado (Okea), a diferencia de las empresas de carbón hemos sido capaces de reemplazarlos por bonos de empresas también de elevada calidad crediticia. En concreto, hemos incorporado los bonos de Pandion Energy y de Lime Petroleum, que cumplen todas las características que buscamos en bonos de energía y que tantas veces hemos explicado en nuestras cartas: son operadores de activos en el Mar del Norte con poco riesgo de proyecto (geología probada y activos con pequeñas expansiones incrementales a la producción ya existente), con activos que generan caja a precios Brent de 50-55$ y que además tienen sólidos balances (con deudas por debajo de 1x EBITDA en el momento de su emisión). Finalmente, hemos incorporado también bonos de Frontera Energy, una empresa canadiense con activos en Colombia que ha sido penalizada recientemente por las tensiones geopolíticas del país. En los tres casos, las rentabilidades a vencimiento que hemos comprado superan el 10% en dólares.

- **Empresas de construcción residencial (Neinor Homes, Aedas Homes, Vía Célere):** las oportunidades que hemos encontrado en Europa durante el semestre están perfectamente ejemplificadas en nuestra apuesta por el sector de construcción residencial español, en donde hemos iniciado posiciones en los bonos senior de Neinor Homes, Aedas Homes y Vía Célere. Aunque dicho sector sigue teniendo una mala reputación tras la "década pérdida" que ha sufrido, las empresas líderes actuales de hoy en día son negocios mucho mejores y más solventes que los de las empresas de hace una década, por varias razones. En primer lugar, las empresas actuales son en su mayoría creaciones *de novo*, teniendo un inventario de tierra en su balance valorado a precios bajos y en zonas con alta demanda de vivienda. En segundo lugar, el apalancamiento de estas empresas es muy razonable (con LTVs del 15-20% en el caso de las tres empresas que hemos adquirido). Y, en tercer lugar, la situación del sector en su conjunto es fundamentalmente diferente a la que presentaba en los años

anteriores a la crisis del 2008. En aquel momento, la construcción anual de vivienda superaba las 500.000 unidades (para dar una referencia, la construcción anual de viviendas unifamiliares en EEUU está en el entorno del millón, en un país con una población siete veces la nuestra), muy por encima de las necesidades de un país como España. Actualmente, las unidades que se entregan no superan las 80.000 unidades, muy por debajo de las 120.000-150.000 unidades que podrían considerarse como la cantidad de equilibrio del mercado (un fenómeno similar de falta de construcción de unidades está ocurriendo en el Reino Unido y en Estados Unidos, especialmente en la zona sureste).[1] Las tres empresas que hemos adquirido tienen volúmenes de entrega anuales de alrededor 1.000-2.000 unidades (el sector sigue altamente fragmentado), y aunque esperan un cierto crecimiento en los próximos años, dichos aumentos son modestos teniendo en cuenta la falta fundamental de vivienda que existe a nivel nacional. Aunque el aumento de los tipos de interés y la desaceleración económica impactará la cuenta de resultados de estas empresas (principalmente a través de menores precios de venta), las rentabilidades a vencimiento que presentan los bonos de estas empresas (en el entorno del 9% en euros) junto con el tipo de negocio anteriormente descrito nos hacen ser optimistas con todas ellas. En definitiva, creemos que la extrapolación que está realizando el mercado de la situación actual con la de hace una década nos está brindando una oportunidad muy atractiva.

- **Patrick Industries:** el caso de Patrick Industries es ciertamente fascinante, y aunque el convertible que hemos incorporado a nuestra cartera solo representa un 1,5% del Fondo (aunque después del cierre del semestre hemos incorporado un 2% adicional en los bonos senior), hemos creído apropiado escribir unas líneas sobre la empresa. Patrick Industries es una empresa estadounidense dedicada a la fabricación y distribución de componentes en las industrias de las autocaravanas (su principal negocio, representando más de un 50% de su cifra de ventas), lanchas acuáticas de recreo, vivienda prefabricada y vivienda residencial tradicional. Tras una experiencia transformacional durante la crisis del 2008, en la que la empresa casi quiebra dada la debilidad de su único negocio en aquel entonces (vivienda prefabricada), la empresa se ha expandido a los otros tres negocios a través de una agresiva y extremadamente bien ejecutada política de adquisiciones. Dicha reconversión ha sido tan asombrosa que la acción de Patrick Industries fue la acción con el mejor comportamiento bursátil de todo Norteamérica en el período que abarca desde la Crisis Financiera Global hasta el 2017, multiplicando su precio por un factor de 50. El negocio que opera Patrick es de una elevada calidad por ambos motivos. Primero, es una industria con estructura oligopolista y que se ha ido concentrado a lo largo del tiempo, en el que los clientes (en este caso, los ensambladores de autocaravanas como Thor Industries y Forest River) también están altamente concentrados y hay una gran disciplina en toda la cadena de valor. Segundo, Patrick fabrica multitud de componentes (en un proceso de fabricación que todavía es en gran parte manual), muchos de ellos de bajo valor por pieza, lo que hace difícil replicar para competidores potenciales el abanico de productos de Patrick. Y tercero, muchas de estas industrias (especialmente la de autocaravanas, en la que la mayoría de las unidades fabricadas

[1] Para un análisis detallado y en profundidad de la situación del sector residencial en Estados Unidos, aconsejamos ver estas referentes (aquí y aquí).

proceden exclusivamente de Elkhart, Indiana) operan con estrechas relaciones entre clientes y proveedores a largo plazo que se han forjado a lo largo de los años. Todo ello ha provocado que los retornos sobre los activos netos de Patrick hayan sido fenomenales los últimos años (media del 15% desde el 2014), a pesar de la "dilución" contable que siempre conlleva una agresiva política de adquisiciones (pero que a nivel "económico" ha tenido mucho éxito). Creemos que el bono convertible que hemos adquirido, a precios superiores a los actuales, no descuenta en absoluto el éxito que auguramos a Patrick en los próximos años, a pesar de la elevada incertidumbre económica que pueda haber durante los próximos trimestres. En un escenario base, tenemos un precio objetivo para Patrick de 102$ por acción (similar al precio "strike" de nuestro convertible), pero que no tiene en cuenta que el vencimiento del convertible es al 2028 (el precio objetivo sería el "precio en equilibrio" a día de hoy), dejando tiempo para que la empresa siga aumentando el valor intrínseco de su negocio. Teniendo en cuenta que la empresa ha aumentado beneficios residuales a la impresionante tasa anual del 38% durante los últimos seis años, solo hace falta ser moderadamente optimista para esperar fuertes revalorizaciones del convertible desde los niveles a los que cotiza ahora – y, mientras tanto, ser remunerados al 2% anualmente por la espera.

Para concluir, el Fondo tiene un YTW a cierre de junio (en euros) del 7,4% 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).