BrightGateCapital
INVESTMENT~INTELLIGENCE

Carta anual a co-inversores de SIH BrightGate Global Income Fund

8 de enero, 2024, Madrid

"A 'sound' banker, alas! is not one who foresees danger and avoids it, but one who, when he is ruined, is ruined in a conventional and orthodox way along with his fellows, so that no one can really blame him."

J. M. Keynes, Ensayos de Persuasión.

Queridos co-inversores,

Esperemos que hayáis pasado unas felices fiestas y os deseamos todo lo mejor para el año que comienza.

Nos gustaría empezar con un resumen rápido del Fondo. El Fondo cerró el 31 de diciembre de 2023 con un NAV (clase institucional) de 136, lo que representa un retorno neto anual del 9,7%. El código ISIN de las distintas clases del Fondo son LU0942882589 (clase A) y LU1984948874 (clase F).

Como saben por anteriores cartas, 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 está relativamente concentrada, alrededor de 50-60 posiciones, y recoge nuestras mejores ideas, las cuales creemos que ofrecen una rentabilidad ajustada al riesgo más atractiva que el crédito medio que puede encontrarse actualmente en los mercados de alto rendimiento (HY) o de grado de inversión (IG). Aunque nos gusta mantener las posiciones tanto tiempo como podemos, nuestro Fondo en este sentido no es un fondo "buy & hold" tradicional, en donde las posiciones se compran y mantienen hasta vencimiento, sino que constantemente evaluamos dichas posiciones en función del precio al que cotizan y la evolución de los fundamentales del negocio. Aunque tras las subidas de los tipos de interés durante el año creemos que la tarea de reinvertir los cupones es algo más sencilla para los inversores, seguimos siendo de la creencia de que las estrategias tradicionales de mantener a vencimiento son malas candidatos para estar en la cartera de cualquier inversor, ya que las elevadas valoraciones que suelen tener este tipo de bonos después de unos años 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 está cubierta completamente a cierre de año. No esperamos cambios en la política de cobertura de divisas para el 2024.

En la carta de cierre de este año exploraremos dos temas bien diferentes. Primero, queremos compartir nuestras reflexiones sobre un libro que hemos leído este año y que se titula *What I Learned About Investing from Darwin*, escrito por el exitoso gestor indio Pulak Prasad. En segundo lugar, queremos dar unas breves pinceladas sobre la exposición que hemos ido adquiriendo en empresas financieras durante el año. Esperamos dejar claro que dicho grupo

de empresas no es ni mucho menos homogéneo, ya que cada una de ellas tiene sus particulares dinámicas a largo plazo – *en otras palabras, cada una de estas instituciones tiene diferentes sensibilidades tanto a los cambios en los tipos de interés como al ciclo económico*.

Finalmente, siguiendo la tradición de años anteriores, explicaremos cuáles son nuestras principales posiciones de cara al 2024.

What I learned about investing from… Pulak Prasad

Sin duda, una de las lecturas más interesantes de este año ha sido el libro *What I Learned About Investing From Darwin*, escrito por Pulak Prasad, gestor de Nalanda Capital, una casa con un excelente historial de rentabilidades dedicada a invertir en renta variable india.

Hemos de reconocer que empezamos a leer el libro con una cierta dosis de escepticismo. En el mundo de la inversión abunda el conocimiento superficial, en donde dar una o dos pinceladas de algún tema para demostrar que se conoce es la norma general, con lo que un libro con dicho título invita inmediatamente a pensar si el autor no estará abusando de los paralelismos entre el mundo de la biología evolutiva y el de la inversión. Por otra parte, siempre hemos sido de la opinión que la mayoría de los libros sobre inversión (especialmente aquellos que han sido escritos por reputados gestores) son prescindibles y solo cuentan historietillas, explicando por qué esta o aquella acción hizo lo que hizo, pero sin buscar esquemas que nos ayuden a pensar de una manera un poco más universal.

El libro de Prasad no adolece ni de lo uno ni de lo otro. Los paralelismos que propone entre la biología evolutiva (apoyándose no solo en la obra de Darwin, sino en toda la ciencia que se ha propuesto desde entonces) y la inversión son fascinantes. Adicionalmente, la obra está excelentemente estructurada en torno a la idea de que en el mundo de la inversión se pueden obtener fantásticos resultados a largo plazo mediante un proceso razonable, repetible y sencillo.

Aunque el libro está dirigido principalmente a inversores de renta variable, creemos que su ámbito de aplicación va mucho más allá y que las lecciones pueden fácilmente extenderse a otras clases de activos como la renta fija corporativa.

El libro está dividido en tres secciones, y cada una de ellas cubre uno de los aspectos del proceso de inversión que realizan en Nalanda. Sus tres pilares son: evitar riesgos significativos, comprar solo compañías buenas a precios razonables y, finalmente, mantenerlas para siempre – o, en otras palabras, tener una rotación de cartera muy baja. Dada la longitud del libro y la necesaria brevedad de estas cartas, comentaremos solo los aspectos que nos han parecido más llamativos, aunque cualquier otro lector podría haber fácilmente seleccionado otras ideas.

La primera parte trata del que debería ser el factor número uno de todo proceso de inversión, la minimización de riesgos innecesarios. El énfasis en esta etapa del análisis es similar a las dos famosas reglas de Buffett para invertir ("regla número uno, no perder dinero; regla número dos, no olvidar la primera regla"). Los aspectos a la hora de minimizar riesgos son tanto cualitativos como cuantitativos. Para Prasad, los aspectos cualitativos primordiales que determinan si una potencial idea de inversión acabará siendo candidata de estudio o no son: i) que la empresa tenga ausencia completa de apalancamiento financiero, ii) evitar

empresas dirigidas por equipos directivos deshonestos, iii) evitar "turnarounds", iv) evitar empresas con adicción por el crecimiento inorgánico y v) evitar invertir en industrias con rápido cambio tecnológico y cuya estructura competitiva está aún por definir.

Prasad usa múltiples ejemplos del reino animal (tanto depredadores, como presas, como plantas) para mostrar cómo la supervivencia exitosa de una especie a largo plazo depende en última instancia de minimizar los errores de comisión (que él denomina, siguiendo el argot de la estadística, de errores "tipo 1"), que son los que pueden acabar siendo fatales (no huir de un potencial depredador que acaba siendo un león), frente a los errores de omisión (errores de "tipo 2"), que suelen ser mucho más benignos (huir de un depredador cuando realmente no lo era). Los inversores deberían aproximarse a su trabajo de igual manera, evitando oportunidades lucrativas pero que tienen una probabilidad elevada de sufrir una pérdida total del capital. *Un buen inversor es, ante todo, un buen "rechazador" de potenciales ideas de inversión*, una idea que siempre defendió (y personificó) Charlie Munger.

Respecto a los aspectos cuantitativos, la variable financiera más importante para Prasad es la rentabilidad sobre el capital de la empresa. Utilizando como analogía el experimento que se hizo con zorros salvajes en Siberia durante varias décadas (en la que los criadores, seleccionando simplemente un rasgo, la mansedumbre del animal, fueron capaces tras varias generaciones de cruces entre los zorros más mansos "seleccionar" otros rasgos tales como orejas suaves, una coloración moteada o un hocico más corto), Prasad explica cómo la rentabilidad sobre el capital de una empresa es también un "rasgo" que puede ayudar a seleccionar otros rasgos deseables, pero más difíciles de identificar, como que la empresa esté siendo gestionada por un equipo directivo excelente, que tenga ciertas ventajas competitivas o que asigne el capital de manera eficiente.

Uno de los capítulos más fascinantes del libro es el quinto, titulado "Darwin ate my DCF". En él, Prasad explica que *la disciplina de la inversión debería practicarse de manera similar a la biología evolutiva, no intentando hacer pronósticos a futuro como, por ejemplo, haría la física, sino a través de un riguroso análisis del pasado.* Un biólogo evolutivo, por ejemplo, no se pregunta qué ocurrirá con los humanos, sino cómo nuestros antepasados simios evolucionaron hasta llegar a ser un organismo bípedo. El propio Darwin formuló su propia teoría de la selección natural con los hechos que estaban al alcance de todo el mundo, pero con la crucial y diferencial idea por aquel entonces de que el presente es simplemente el resultado de los cambios acumulados del pasado. En Nalanda no pierden un minuto en hacer proyecciones del negocio y emplean ese tiempo en entender la evolución a lo largo del tiempo de la empresa y de su sector. Aunque el libro no lo menciona, esta manera "direccional" de entender una empresa es similar a la pregunta que se solían hacer Todd Combs y Charlie Munger, que era intentar estimar el porcentaje de las empresas del S&P500 cuyos negocios serían mejores en cinco años.

En la inversión, la razón principal de que las proyecciones son de poca ayuda la mayoría de las veces es que cualquier proyección implica un gran número de variables. Como muestra Prasad, una proyección de las principales magnitudes financiera para el año que viene puede involucrar la estimación de (al menos) diez variables, que incluso si asumiésemos que somos realmente buenos estimando con porcentajes de acierto del 90% (algo sencillamente irrealista), la probabilidad de acertar todas es solamente del 35% (0.9^{10}). Y esto es solo para

una proyección a un año: las probabilidades de acertar siguen cayendo rápidamente cuando el horizonte temporal (y, por tanto, el número de variables) es mayor.

Concentrarse en la persistencia de los resultados que ha tenido un negocio en el pasado tiene dos principales desventajas. La primera, que nos hará perder inversiones lucrativas en las que un negocio se está dando la vuelta, ya que seguimos suponiendo que su futuro va a ser igual de malo que su pasado cuando en realidad no va a ser así. Para Prasad, debemos ser capaces de vivir con este tipo de errores de omisión, ya que ningún método de inversión es perfecto. Es interesante señalar que, en el caso de la renta fija, estos errores de omisión suelen ser más benignos, ya que el coste de oportunidad en renta fija (la probabilidad de que un bono acabe teniendo rendimientos que sean múltiplos del capital inicial que invertimos) es menor que en el caso de las acciones, o al menos así ha sido recientemente dados los bajos tipos de interés imperantes.

Sin embargo, la segunda desventaja es más preocupante, ya que involucra a los errores de comisión que se pueden cometer al asumir que un buen negocio seguirá siéndolo a futuro, cuando la realidad es que no va a ser así. Aunque el libro ofrece evidencia de por qué los negocios suelen tener más estabilidad de la que normalmente se les presupone (comparándola con la estabilidad que tienen los organismos de acuerdo con la famosa teoría del equilibrio puntuado del paleontólogo Stephen J. Gould), este es un problema para el que no hay respuestas sencillas y siempre se necesitará en última instancia del juicio del analista.

Dicho juicio, como nos enseñan las finanzas conductuales, es propenso a sesgos y además está influido por elementos sociales (en la carta anterior expuse la evidencia, bastante conclusiva, que muestra que las burbujas financieras pueden formarse incluso en condiciones de laboratorio). Dos de las herramientas más eficaces que proponen las finanzas conductuales para mejorar nuestra toma de decisiones son el reconocimiento de patrones y la perspectiva externa (*outside view*). Ambas tienen un equivalente cercano en el mundo de la biología evolutiva, que es el principio de la convergencia. Dicho principio establece que diferentes organismos en diferentes áreas geográficas y momentos del tiempo acaban dando soluciones similares a problemas similares – por ejemplo, hay dieciocho tipos de plantas diferentes que han desarrollado el rojo, el color preferido de los colibríes, ya que es el pájaro que las poliniza. En el caso de las empresas, ocurre algo similar al mundo biológico, ya que tanto las empresas exitosas como las que no lo son comparten rasgos similares, haciendo que el estudio de cada inversión no sea único y discreto, sino que pertenezca a un universo más amplio de casos de éxito o de fracaso, los cuales pueden acabar siendo interpretados por aquellos analistas que tengan un reconocimiento de patrones más desarrollado.

El último capítulo del libro nos enseña cómo las abejas construyen sus colmenas para concluir que un proceso sencillo y en promedio correcto puede dar extraordinarios resultados a largo plazo si se repite lo suficiente. Las abejas, que han sobrevivido durante 13 millones de años a innumerables peligros, toman la importante decisión de dónde construir su siguiente colmena a través de un proceso simple (¡a través de una especie de danza comunitaria, y no es broma!) que, aunque no siempre elige el emplazamiento óptimo para la construcción de su hogar, en promedio funciona. Como explica Prasad, el proceso de Nalanda (eliminar riesgos significativos, comprar buenos negocios a precios razonables, y mantenerlos siempre) es, al igual que el de las abejas, simple y repetible, y ha funcionado a las mil maravillas desde que empezaron a funcionar.

Como esperamos haber mostrado, el libro contiene enseñanzas a múltiples niveles. Algunas de dichas enseñanzas, tales como no hacer predicciones, centrarse en la rentabilidad sobre el capital, o asumir que los negocios no van a cambiar en demasía, no nos son ajenas y creemos que de algún modo u otro ya están incorporadas en nuestro proceso de inversión. Por ejemplo, como saben por anteriores cartas, el método de beneficios residuales que utilizamos para valorar empresas se centra en entender la rentabilidad sobre el capital del negocio, mientras que el uso de estadísticas base (explicada en la carta de hace un año) es similar a asumir cierta permanencia en los resultados de nuestras empresas.

Otras enseñanzas son más difíciles de extrapolar, aunque quisiésemos, ya que tanto el universo de empresas como el plazo de la inversión en renta fija corporativa es diferente al de las acciones – las empresas suelen tener peores modelos de negocio y el horizonte temporal es más corto. Con estas salvedades, la lectura del libro es muy recomendable, incluso por el mero hecho de *poder mantener la disciplina en el proceso de inversión* que se tiene, que es uno de los aspectos en que nos centramos en no perder y que creemos son más difíciles de conseguir de manera consistente a largo plazo.

¿BrightGate Global Income Financials?

Dado que la exposición del Fondo en empresas financieras a cierre del año es bastante elevada, hemos creído conveniente dedicar una sección entera a explicar el racional de esta inversión. Es importante recordar que las empresas no financieras siempre han sido nuestra tipología preferida de negocios y han representado históricamente la mayor parte de nuestra cartera. Sin embargo, con todas las turbulencias que han ocurrido este año en el sector financiero, hemos sido capaces de incorporar algunos bancos con extraordinarios modelos de negocio.

Como esperamos dejar claro en los próximos párrafos, la mayoría de negocios financieros que hemos adquirido (con contadas excepciones) presentan elevadas rentabilidades sobre los fondos propios en condiciones "normales", operan en sectores nicho en donde los bancos universales tienen poca o ninguna presencia, no necesitan de subidas de los tipos de interés para maquillar sus pobres rentabilidades y, por supuesto, están dirigidos por ejecutivos competentes que llevan años en la misma institución, que defienden una cultura corporativa estable y para los que las decisiones de asignación de capital son prioritarias.

Nuestra cartera de empresas financieras representa aproximadamente una cuarta parte de los activos del Fondo. Dado que es imposible dar una visión detallada de cada bono, creemos que lo más instructivo es mostrar la diversificación de algunos de los bancos que tenemos. El resto de negocios financieros que componen la cartera (ej., aseguradoras en Estados Unidos, leasing de aviones, etc.) son completamente diferentes al negocio bancario, con lo que los fundamentales de sus negocios a largo plazo estarán determinados por consideraciones diferentes.

Para mostrar la diversificación en nuestros bancos, hemos decidido escoger cinco de los bancos que tenemos: Bankinter, BFF, M&T Bank, SLM y OSB. De estos cinco bancos, tres de ellos operan en Europa (y en geografías bien distintas, España, Italia y Reino Unido) y los otros dos en Estados Unidos (en la anterior carta explicábamos en detalle uno de estos bancos, M&T Bank), con lo que a nivel geográfico sus mercados finales son distintos. No solo operan en geografías diferentes, sino que sus negocios también lo son: Bankinter no necesita

presentación, el banco italiano (BFF) se dedica exclusivamente al descuento de facturas a las administraciones públicas, el banco británico (OSB) concede exclusivamente hipotecas al mercado de arrendadores profesionales, uno de los bancos estadounidenses (SLM) es el líder en la concesión de préstamos a estudiantes mientras que M&T es un banco regional con un amplio abanico de actividades más tradicionales.

Para ver la sensibilidad que podrían tener este dispar conjunto de bancos a lo largo del ciclo económico, es interesante considerar un par de escenarios alternativos.

En un primer escenario de desaceleración económica, dicha desaceleración afectaría indudablemente a los resultados de Bankinter, M&T y OSB, a través de mayores pérdidas crediticias en sus carteras de préstamos, aunque sus carteras presentan grandes diferencias en cuanto a tipología de activo (por ejemplo, M&T está más expuesto al segmento comercial mientras que OSB al residencial), pero por otra parte sería un entorno ideal para nuestro banco italiano, ya que la demora en el pago por parte de las administraciones públicas sería mayor, aumentando la cuantía de los intereses de demora.

En un segundo escenario de subida de tipos, dicha subida beneficiaría a largo plazo a todos los bancos, aunque a corto plazo el banco británico (y algún otro) podría sufrir por un volumen menor de hipotecas y por cómo realiza ciertos ajustes contables en su cartera de hipotecas al haber una subida de tipos, como se vio en sus resultados de hace seis meses.

De este análisis ciertamente simplista es importante señalar dos cosas. La primera es que si ocurren los anteriores escenarios tenemos bastante confianza en cómo reaccionarían los negocios de estos bancos, aunque no tenemos ni la más remota de idea de cómo reaccionarían los precios de los bonos. La segunda es que los anteriores bancos han navegado ciclos económicos con diversas condiciones y en todos los casos sus rentabilidades sobre los fondos propios (ROEs) han sido fenomenales.

Para dar una idea, la media de los ROEs de estos bancos desde el 2017 al 2022 han sido del 29% en el caso del banco italiano, 18% en el británico, 29% en el banco que concede préstamos a estudiantes (igual que el banco italiano, pura coincidencia), del 13,5% en el caso de Bankinter y del 10,5% en el caso de M&T. Es importante señalar que, aunque el ciclo crediticio ha sido benigno hasta ahora, beneficiando las pérdidas crediticias de todas estas instituciones, los tipos de interés han estado en los niveles más bajos de la historia, deprimiendo el margen de intereses que obtienen. En agregado, no diríamos que ha sido un entorno especialmente propicio para las entidades bancarias (como así lo demuestran las pobres rentabilidades de sus competidores), y aun así todos estos bancos han obtenido retornos fenomenales sobre sus fondos propios.

Obviamente, estos fantásticos retornos se han traducido en casi todos los casos en fantásticas rentabilidades para sus accionistas. Por ejemplo, en los últimos cinco años los precios de las acciones del banco italiano han multiplicado por dos, y en el caso de SLM por dos veces y media. Incluso en el caso del banco británico, en donde los retornos han sido más pobres, estos han ascendido al 20% en total – aunque hay que señalar que una gran parte de la pérdida ha venido por una fuerte corrección en el múltiplo de valoración y no por un mal desempeño del negocio, sin tener en cuenta además de otro 16% de dividendos que ha pagado la empresa desde entonces respecto a su capitalización bursátil actual. En resumen, en estos bancos los accionistas pueden mostrar algo a cambio en términos de retornos por su paciencia exhibida.

Una cartera equiponderada de estos 4 bancos no hubiese tenido ningún problema en batir al S&P500 en estos cinco años, ¡y sin necesidad de las 7 Empresas Magníficas!

En resumen, *a largo plazo, no existen "trampas de valor", sino simplemente malas decisiones de inversión, tanto en el caso de los bancos como en cualquier otra industria*. Estos ejemplos muestran que los bancos no tienen por qué caer en esta categoría *per se*, y que incluso inversores generalistas que se centren en instituciones con negocios rentables y ejecutivos competentes pueden tener un éxito razonable a lo largo del tiempo.

Comentario sobre las principales posiciones

Entrando en la composición de la cartera, el porcentaje invertido es ligeramente superior respecto al del cierre del año anterior (el porcentaje de efectivo y equivalentes es del 11%, frente al 16% del año anterior). La menor rentabilidad a vencimiento a cierre de este año (6,7% frente al 7% del año pasado) es debido a las ganancias con las que hemos cerrado el año y al buen comportamiento en general de los índices de renta fija. Precios de los bonos más altos empujan las rentabilidades a corto plazo, pero deprimen inevitablemente las de largo plazo. Es interesante señalar que, a pesar de las plusvalías acumuladas durante el 2023, la rentabilidad a vencimiento de la cartera no se ha resentido demasiado, en gran parte gracias a nuestro trabajo durante el año de rotación de la cartera hacia créditos relativamente más atractivos.

Al igual que hace un año, las valoraciones actuales de los mercados en renta fija son notablemente más atractivas, tanto en grado de inversión como en HY, de lo que han sido durante la década pasada. Como hemos explicado anteriormente, este ha sido especialmente el caso del sector financiero, en donde tras las turbulencias de la primavera hemos incorporado multitud de estos negocios. Por otra parte, a pesar del buen comportamiento de las empresas de energía durante el año, dichos bonos siguen cotizando con un descuento frente al resto del universo HY, aunque dicho diferencial se ha estrechado notablemente respecto al de los últimos años.

A continuación, detallamos las principales inversiones del Fondo a cierre de año, ordenadas por peso en la cartera. Las hemos agrupado por temáticas, ya que creemos que facilita la comprensión global de la cartera. En cada uno de los casos, por motivos de brevedad, solo daremos unas breves pinceladas de cuáles creemos que son los principales aspectos a tener en cuenta en cada grupo:

- **Empresas financieras:** este grupo concentra el mayor peso del Fondo, y dada su importancia le hemos dedicado una sección completa, la sección anterior, a explicar la oportunidad de inversión en estas empresas y el porqué de su incorporación.
- **Productores de petróleo:** al igual que en años anteriores, seguimos teniendo una exposición importante a productores de petróleo, distribuida entre varios nombres (ningún emisor en individual supera el 3% de exposición). Creemos que la oportunidad en este sector sigue siendo atractiva, pero menor que otros años, dados unos diferenciales crediticios más ajustados y una serie de malas noticias (especialmente el impuesto especial instaurado por Reino Unido) que han impactado parcialmente la capacidad de generación de caja de nuestras empresas. Respecto a los nombres que teníamos el año anterior, la principal venta ha sido nuestra posición en Frontera que, aunque la hemos vendido con ganancias, ha sido claramente una

decepción, dada una asignación de capital errática y poco transparente, ya que creemos que podría haber repagado su deuda en este ambiente de precios del petróleo altos para estar mejor preparada para un eventual cambio de ciclo. De los nombres que tenemos en cartera *lo más importante a tener en mente es lo siguiente: son empresas que generan flujos de caja libre a precios Brent de 50-55$*, con balances en su mayoría con caja neta y con una vida de sus campos superior a 10 años. Como mencionábamos en la carta del año pasado, no sabemos qué hará el precio del petróleo este año, pero no contamos con un mercado amable para que nuestras empresas puedan afrontar sus compromisos crediticios.

- **Infraestructura energía (Enbridge, Energy Transfer, PBF Energy, MC Brazil):** hemos podido incrementar nuestro peso a empresas de este sector a lo largo del año, que tradicionalmente ha sido uno de nuestros favoritos. La cartera actual está compuesta de dos empresas de *midstream* (oleoductos y gasoductos) y dos empresas refineras. En particular, el segmento *midstream* siempre nos ha gustado dada su estabilidad a lo largo del ciclo económico y el carácter irremplazable de estos activos. Las adquisiciones durante el año han sido PBF Energy y Enbridge, ya que tanto Energy Transfer como MC Brazil estaban en la cartera a comienzos del año. De este grupo de cuatro empresas, tenemos una exposición relevante en PBF Energy, una de las mayores compañías dedicadas al refino de petróleo en EEUU, con una capacidad de refino de 1 millón de barriles al día. Tras el agresivo desapalancamiento que ha sufrido el balance de PBF estos últimos años (tiene una posición sin deuda neta en su balance) y la mejora en su base de activos respecto al período de antes del Covid, gracias a la integración con su negocio logístico y a la reciente adquisición de una de las refinerías más complejas del mundo, creemos que el riesgo crediticio en este nombre es mínimo. Aunque la rentabilidad a vencimiento del 6% dista mucha de ser de las mayores de las que tenemos en cartera, el perfil riesgo retorno que estamos asumiendo es sin embargo de los más interesantes.
- **Empresas de construcción residencial (Aedas Homes, Vía Célere):** seguimos manteniendo nuestros bonos en Aedas y Vía Célere, y la tesis de inversión en ellos no ha cambiado. Al igual que en otros países, como EEUU o Reino Unido, España ha sufrido de falta de construcción de viviendas durante la última década como consecuencia de la crisis inmobiliaria del 2009, que en el caso de España provocó que las mayores promotoras quebrasen y que los bancos no estuviesen dispuestos a prestar a esta industria. Aunque las rentabilidades de las constructoras españolas están por detrás de sus homólogas internacionales (en donde se suelen alcanzar rentabilidades sobre los fondos propios superiores al 15%), sus rentabilidades actuales cubren su coste del capital, lo que sugiere que, al menos, sus activos deben valer su valor en libros, con el consiguiente colchón que ello implica desde el punto de vista del crédito. Una prueba de esto último la hemos tenido durante el año, cuando Neinor anunció la recompra de sus bonos como fruto de la cristalización del valor de sus activos. Dado que los activos de Aedas y Vía Célere son similares y los balances igual de conservadores, seguimos pensando que los retornos a futuro en estos dos bonos van a ser elevados, y con un reducido riesgo crediticio.
- **Perpetuos (Bayer, GM, Volkswagen):** tenemos aproximadamente un 7% de la cartera entre estos tres nombres, que a pesar de su reciente incorporación han

contribuido ya a la rentabilidad del año dadas las fuertes revalorizaciones que han sufrido durante los dos últimos meses. La característica común de estos tres emisores es que son empresas de gran capitalización, que tienen grado de inversión por las principales agencias de calificación crediticia y que emitieron estos bonos en los momentos más turbulentos del año, con el resultado de que sus cupones son atractivos. Aunque son empresas que, por una razón u otra, no tendríamos en nuestros fondos de renta variable (Bayer y Volkswagen tienen un pobre gobierno corporativo además de bajas rentabilidades sobre el capital, mientras que la industria en la que opera GM ha sido tradicionalmente poco amable para los accionistas), *creemos que son de los emisores de mayor calidad que hemos tenido nunca en cartera en toda la historia del Fondo*. Como una pequeña prueba de la falta de eficiencia que ha habido en la fijación de precios en estos bonos, es interesante señalar el caso del perpetuo de GM, que en algunos momentos del año ha estado llegado a cotizando con un diferencial crediticio de más de 300 puntos básicos respecto a los bonos a muy largo plazo de Ford. Con independencia de la opinión relativa que uno pueda tener de GM frente a Ford (aunque a juzgar por el historial de rentabilidades de la última década, nos quedaríamos sin dudar con GM), creo que se puede estar de acuerdo en que el diferencial es excesivo. No solo los perpetuos de GM han cotizado con descuento respecto a la deuda de Ford, ¡sino también respecto a otros bonos de GM con vencimiento similar! En nuestra experiencia, *el mercado no suele dar estas oportunidades, por eso hay que actuar de manera decisiva cuando se presentan* – y es justamente lo que hemos hecho al asignar un porcentaje elevado de nuestra cartera en estos instrumentos.

En resumen, la cartera tiene un YTW (en euros) cercana al 6,7% y una duración de 2,7. Creemos que estas métricas nos seguirán permitiendo obtener un rendimiento superior a nuestros competidores e índices en 2024 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).